

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

FACULTAD DE DERECHO
Departamento de Derecho Administrativo



TESIS DOCTORAL

La regulación de la venta en corto en el mercado bursátil

MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTOR

PRESENTADA POR

Enrique Gabaldón Codesido

Director

Juan de la Cruz Ferrer

Madrid, 2016

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

FACULTAD DE DERECHO

DEPARTAMENTO DE DERECHO ADMINISTRATIVO

TESIS DOCTORAL

LA REGULACIÓN DE LA VENTA EN CORTO EN EL MERCADO BURSÁTIL

DIRECTOR: Dr. JUAN DE LA CRUZ FERRER

AUTOR: ENRIQUE GABALDON CODESIDO

MADRID 2015

INDICE GENERAL

- RESUMEN/ABSTRACT**
- INTRODUCCIÓN**
- CAPÍTULO I. FUNDAMENTOS DE LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIERO Y BURSÁTIL**
- CAPÍTULO II. LA BOLSA ESPAÑOLA. ESTRUCTURA Y FUNCIONAMIENTO**
- CAPÍTULO III. FUNCIONALIDAD DE LA VENTA EN CORTO EN LA DINÁMICA DEL MERCADO**
- CAPÍTULO IV. LOS CONTRATOS SUBYACENTES EN LA VENTA EN CORTO**
- CAPÍTULO V. VISIÓN JURISPRUDENCIAL**
- CAPÍTULO VI. INTERVENCIÓN REGULADORA EN LA VENTA EN CORTO**
- CAPÍTULO VII. EL CASO DE ESPAÑA**
- CONCLUSIONES O TESIS**
- BIBLIOGRAFÍA**

SUMARIO

RESUMEN/ABSTRACT	7
INTRODUCCIÓN	15
CAPÍTULO I. FUNDAMENTOS DE LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIERO Y BURSÁTIL	23
1. LOS MERCADOS	25
1.1. Concepto económico y jurídico	25
1.2. Los costes de transacción.....	29
2. LA INTERVENCIÓN PÚBLICA EN LOS MERCADOS.....	34
2.1. Inicio	34
2.2. Mercado económico y meta-mercado legal	36
2.3. El análisis económico del derecho	38
3. EL SOMETIMIENTO DE LAS REGLAS JURÍDICAS AL ANÁLISIS ECONÓMICO EN COASE	43
4. RECAPITULACIÓN	51
5. MERCADOS FINANCIEROS	52
6. EL MERCADO DE VALORES	53
6.1. Las bolsas de valores	53
6.2. Funciones	54
6.3. El mercado de valores como relación de intercambio	56
6.3.1. Relación de intercambio voluntario	56
6.3.2. Fundada sobre los precios	57
6.3.3. Indiferente a las personas que toman parte	58
6.3.4. Basada en la concurrencia.....	59
6.4. Mercados de valores y análisis económico del derecho	62
6.4.1. Mercado y derecho	62
6.4.2. La regulación del mercado de valores en Posner	64
7. LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS	66
7.1. La regulación como constante	66
7.2. La regulación como necesidad.....	70
7.3. Desregulación y neorregulación	71
7.4. El papel de la autorregulación.....	74
8. FINES Y EFECTIVIDAD DE LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS.....	76
8.1. Los fines.....	76
8.2. La efectividad de la regulación	80

CAPÍTULO II. LA BOLSA ESPAÑOLA. ESTRUCTURA Y FUNCIONAMIENTO	83
1. EL MODELO ANGLOSAJÓN	85
2. LA LEY 24/1988, DE 28 DE JULIO, DEL MERCADO DE VALORES	85
2.1. Antecedentes	85
2.2. La reforma del mercado de valores por la Ley 24/1988	86
3. SUJETOS	90
3.1. Los operadores (<i>players</i>): <i>dealers</i> o <i>brokers</i>	90
3.2. Entidades depositarias	94
3.3. Inversores	94
4. LA CONTRATACIÓN	95
4.1. El sistema de contratación	95
4.2. Tipos de órdenes	96
4.3. Plazos de vigencia de las órdenes	97
4.4. Modificación de las órdenes	97
5. IBERCLEAR	98
6. INTERVENCIÓN PÚBLICA EN LA BOLSA	99
6.1. Comisión Nacional del Mercado de Valores	102
6.2. Banco de España	104
6.3. Comunidades Autónomas	105
CAPÍTULO III. FUNCIONALIDAD DE LA VENTA EN CORTO EN LA DINÁMICA DEL MERCADO	107
1. CONCEPTOS ESENCIALES	109
1.1. Venta en corto	109
1.1.2. Concepto	109
1.1.3. La venta en corto descubierta	111
1.1.4. Origen	111
1.2. Mercados alcistas y bajistas	114
1.3. Utilidad	115
1.4. Posiciones cortas y venta en corto	119
1.5. Los efectos de manada	120
1.6. Riesgo sistémico	124
1.7. Abuso de mercado	126
2. PROBLEMÁTICA ASOCIADA A LA VENTA EN CORTO	130
3. ASPECTOS POSITIVOS DE LA VENTA EN CORTO	131
3.1. En general	131
3.2. Determinación de los precios	133
3.3. Efectos en la liquidez	134

4. EL SUPUESTO ABUSO DEL MERCADO IMPLÍCITO A LA VENTA EN CORTO	136
5. ALGUNOS CASOS ESPECIALES	138
5.1. Venta en corto descubierta.....	138
5.2. Venta de acciones con ofrecimientos de derechos.....	140
5.3. Venta en corto sintética y efectividad de la regulación de la venta en corto	141
6. PROBLEMÁTICA EN ESPAÑA	142
7. EL ARGUMENTO MORAL	144
CAPÍTULO IV. LOS CONTRATOS SUBYACENTES EN LA VENTA EN CORTO	149
1. UNA PREMISA SOBRE LA FINALIDAD DE ESTE CAPÍTULO	151
2. EL NEGOCIO JURÍDICO BURSÁTIL	152
3. IRREDUCITIBILIDAD DE LAS OPERACIONES DE MERCADO A LAS CALIFICACIONES CLÁSICAS.....	152
4. INEXISTENCIA DE UNA REGULACIÓN SISTEMÁTICA DE LA CONTRATACIÓN BURSÁTIL	154
5. LOS CONTRATOS EN LA VENTA EN CORTO	155
6. COMISIÓN BURSÁTIL. CONTRATOS AUXILIARES.....	156
6.1. El registro de los valores cotizados.....	159
6.2. Relaciones jurídicas derivadas del registro.....	162
6.2.1 Contrato entre titular y entidad encargada del registro contable. Comisión mercantil especial.....	164
6.2.2. Administración de los valores anotados en cuenta	164
6.2.3. Aplicación supletoria de las normas del depósito de valores.....	165
6.2.4. Responsabilidad de la Sociedad de Sistemas y entidades participantes.....	166
6.2.5. La sentencia de 18-4-2013 del Pleno de la Sala Primera del Tribunal Supremo	168
7. LA COMISIÓN BURSÁTIL PARA LA COMPRAVENTA U “ORDEN DE BOLSA”	177
7.1. Rasgos específicos	177
7.2. Caracteres.....	178
7.3. Contratantes	179
7.4. Forma	179
7.5. Derechos y obligaciones de las partes	180
7.5.1. Del comisionista.....	180
7.5.2. Del comitente	182
8. EL PRÉSTAMO DE VALORES	183
8.1. Finalidades y función económica.....	183
8.2. Utilidad en la venta en corto	183

8.3. Concepto y caracteres	184
8.4. Sujetos.....	188
8.5. Formalización	188
8.6. Objeto.....	189
8.7. Derechos y obligaciones de las partes	189
8.8. El préstamo para asegurar la entrega de valores	190
8.9. Duración.....	191
8.10. Garantía de su cumplimiento	191
9. CRÉDITO DE MERCADO. PRÉSTAMO A INVERSORES.....	193
10. COMPRAVENTA BURSÁTIL	196
10.1. Apariencia no contractual	196
10.2. Regulación positiva.....	198
10.3. Características específicas	199
10.4. Ejecución	204
10.4.1. Elemento personal	204
10.4.2. Liquidación y compensación.....	206
10.4.3. Principio de aseguramiento de la entrega.....	207
10.4.4. El préstamo de valores a la Sociedad de Sistemas	209
10.4.5. Recompra de valores en el mercado.....	210
10.5. El pago del precio	211
10.5.1. La fecha de cumplimiento en la compraventa bursátil.....	211
10.5.2. Disposición por la Sociedad de Sistemas de los valores no pagados.....	212
10.5.3. Fianza colectiva.....	213
11. MODIFICACIÓN DE LA REGULACIÓN Y FUNCIONAMIENTO TÉCNICO DE LAS ACTIVIDADES DE POST-CONTRATACIÓN POR LA LEY 32/2011 QUE MODIFICA LA LEY 24/1988, DE 28 DE JULIO, DEL MERCADO DE VALORES	215
12. ANTEPROYECTO DE LEY POR LA QUE SE MODIFICA LA LEY 24/1988, DE 28 DE JULIO, DEL MERCADO DE VALORES, EN MATERIA DE COMPENSACIÓN, LIQUIDACIÓN Y REGISTRO DE VALORES	217
CAPÍTULO V. VISIÓN JURISPRUDENCIAL.....	219
1. JURISPRUDENCIA ESPAÑOLA.....	221
1.1. Escasa y tangencial	221
1.2. Pronunciamientos relevantes	222
1.2.1. Sobre el préstamo de acciones	222
1.2.1.1. Titularidad de las acciones prestadas.....	224
1.2.1.2. Intereses contrapuestos de prestamista y prestatario de acciones.....	224
1.2.2. Sanciones a las ventas en corto descubiertas en la quiebra de Lehman Brothers	227
1.2.2.1. Naturaleza y legalidad de la cláusula penal de la norma 24 de la Circular 6/2007	227

1.2.2.2. Aplicación de la cláusula penal incluso en caso de actuación diligente	230
1.2.2.3. Existe un concepto “legal” de venta en descubierto.....	232
1.2.2.4. Incidencia de la fuerza mayor.....	233
1.2.2.5. Aprecia venta en descubierto.....	235
1.2.2.6. Fuerza mayor por quiebra de Lehman Brothers	240
1.2.2.7. Naturaleza reglamentaria de la sanción	240
1.2.3. Responsabilidades en la orden de un cliente a la agencia de valores para que realice una venta en descubierto.....	242
1.2.4. Diligencia exigible a los miembros del mercado actuando como intermediarios.....	245
2. JURISPRUDENCIA DEL TRIBUNAL DE JUSTICIA DE LA UNIÓN EUROPEA	
.....	252
2.1. Inicio del proceso de comunitarización	252
2.2. La Sentencia del Tribunal de Justicia (Gran Sala) de 22-1-2014, nº C-270/2012	254
CAPÍTULO VI. INTERVENCIÓN REGULADORA EN LA VENTA EN CORTO	
.....	265
1. LAS REGULACIONES DE LA VENTA EN CORTO TRAS LA CRISIS DE 2008	
.....	267
1.1. El documento de IOSCO de 2009.....	267
1.2. Estados Unidos	269
1.2.1. Situación antes de la crisis financiera de 2008.....	270
1.2.2. La regla antifraude en la venta en corto descubierta.....	271
1.2.3. Primeras enmiendas a la Regulación SHO.....	274
1.2.4. Segundas enmiendas a la Regulación SHO	276
1.2.5. Efectos de las restricciones	277
1.2.6. Regulación posterior	279
1.3. Reino Unido.....	282
1.4. La aproximación regional europea.....	286
1.4.1. Problemas de la normativa europea sobre mercados e instrumentos financieros	286
1.4.2. Actuación de la Unión Europea tras la crisis de 2008	290
1.4.3. El Reglamento (UE) Núm. 236/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de Marzo de 2012, sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago	292
1.4.3.1. Finalidad	292
1.4.3.2. Ámbito de aplicación.....	294
1.4.3.3. Posiciones cortas y largas	296
1.4.3.4. Venta en corto descubierta	297
1.4.3.5. Requisitos de transparencia de las posiciones cortas netas	298
1.4.3.6. Restricciones a las ventas en corto descubiertas	300
1.4.3.7. Exenciones.....	300

1.4.3.8. Procedimientos de recompra	302
1.4.3.9. Poderes de intervención de las autoridades nacionales	303
1.4.3.10. Funciones de ESMA.....	305
CAPÍTULO VII. EL CASO DE ESPAÑA	307
1. RÉGIMEN JURÍDICO DE LA VENTA EN CORTO EN ESPAÑA.....	309
2. PROHIBICIÓN DE LA VENTA EN CORTO POR LA CNMV A PARTIR DEL INICIO DE LA CRISIS FINANCIERA DE 2008	311
2.1. El Acuerdo de 22 de septiembre de 2008 del Comité Ejecutivo de la CNMV..	311
2.1.1. Finalidad.....	311
2.1.2. Venta en corto ordinaria.....	313
2.1.3. Creadores de mercado y proveedores de liquidez.....	314
2.1.4. Vigencia	315
2.1.5. Consecuencias del incumplimiento.....	315
2.2. Restricciones posteriores	315
2.3. Eficacia de las medidas adoptadas	321
CONCLUSIONES O TESIS.....	327
BIBLIOGRAFÍA	335

RESUMEN/ABSTRACT

En el presente trabajo estudiamos la regulación de los mercados financieros. Un tema tan amplio y con tantas ramificaciones excede del ámbito de una solo trabajo de doctorado por lo que debe ser acotarlo. Lo haremos basándonos en el estudio sistemático de las operaciones denominadas ventas en corto en las bolsas de valores, que nos permite referirnos al mercado en el que se producen, la bolsa, y su regulación. De esta manera podremos obtener lecciones sobre la regulación de los mercados financieros en general.

La venta en corto es una técnica conocida de antiguo que se puede usar en cualquier mercado. Nosotros las estudiamos como operaciones en bolsa, que actualmente están reguladas en casi todos los ordenamientos. En general es una herramienta para quien opera en contra del mercado, que consiste en la venta de acciones de las que el vendedor no es propietario en el momento en el que las vende. Ese vendedor obtiene las acciones en préstamo, o por otro título que le permita disponer de ellas, y las vende a un tercero con la intención de comprar más adelante las mismas acciones confiando en que su precio habrá bajado, devolverlas a quien se las prestó, y obtener un beneficio si lo que paga por las acciones que compra es menos de lo que percibe por las que había vendido antes.

Nos referiremos en primer lugar a los mercados ya que las bolsas de valores son mercados. El mercado es una realidad configurada en su estructura y funcionamiento por multitud de factores, no sólo económicos y jurídicos, muchos de los cuales se desconocen en su origen y efectos. Lo más importante de esta realidad compleja que es el mercado es su utilidad para quienes acuden a él, reduciendo los costes de transacción, haciendo viables las transacciones.

Contemplaremos los mercados como realidades que históricamente han aparecido siempre intervenidas por los poderes públicos, poniendo en evidencia la inexistente de una ordenación radicalmente natural de la economía. La historia muestra que en todas las épocas y lugares los mercados están fuertemente organizados e intervenidos por el Estado. Por lo que entendemos que no tiene sentido plantear un debate en términos de regular o no regular, sino en cómo se ha de regular.

La referencia al mercado bursátil debe hacerse al que resulta de los elementos económicos, jurídicos y técnicos desarrollados a partir de la segunda mitad del siglo XX adoptado en una amplia mayoría de países y que aquí glosaremos porque es también el caso de la bolsa española. Como todos los mercados, la bolsa funciona como un procedimiento para que confluyan ofertas y demandas sobre determinados objetos: activos e instrumentos financieros. Las ofertas y demandas proceden de inversores, que son los compradores y vendedores, y de intermediarios financieros. La bolsa está abierta a todo tipo de personas e instituciones que concurren libremente y en condiciones de igualdad, adquiriendo productos homogéneos, los valores cotizados, cuyos precios se fijan de forma transparente. Desde el punto de vista regulatorio, en el mercado bursátil importa definitivamente la simetría de la información que produce eficiencia en la formación de los precios y satisface el interés general detrás del correcto funcionamiento del mercado.

Para conseguir la necesaria simetría en la información, o al menos la menor asimetría posible, cabe aumentar la regulación del mercado, expresada en las obligaciones de los partícipes de hacer pública la información. Pero la eficacia del mercado requiere una intervención reguladora más amplia, que establezca objetivos y que apruebe y aplique la legislación más apropiada según los fines económicos perseguidos.

En el estudio de la regulación que se proyecta sobre los mercados nos fijaremos en las formas que adopta la regulación más reciente: desregulación, neoregulación y autorregulación. La desregulación no es una utópica vuelta a un mercado “libre” que todo lo soluciona pero que nunca ha existido, sino que conduce a la neoregulación, en la que las normas que regularon el sector de una determinada manera son sustituidas por otras que vuelven a regularlo en forma distinta. El papel desempeñado por la autorregulación responde a la incapacidad de los reguladores nacionales para controlar adecuadamente los mercados financieros, creando la necesidad de que la industria financiera y sus asociaciones participen en la ordenación del mercado.

La evaluación de la intervención reguladora no puede hacerse simplemente haciendo referencia al interés público que puede justificarla. Como estudiamos, es necesario comprobar si la regulación (la normativa y su implementación) es útil. Para ello estimamos de importancia la aportación del análisis económico del derecho que introduce un instrumento para calibrar esa intervención pública en los mercados. Los

integrantes de la teoría económica del derecho han explicado que el Derecho puede ser analizado económicamente porque muchas instituciones jurídicas están construidas sobre una lógica económica. Lo que permite afirmar a estos autores que la lógica económica de muchas instituciones jurídicas es el fomento de la eficiencia económica. Afirmación aplicable a la regulación de los mercados que, teóricamente, busca promover la eficiencia económica.

En este sentido, estudiaremos que la regulación establece fines u objetivos pero que lo esencial es que sea efectiva, que reduzca realmente las ineficiencias que causan los fallos del mercado contra los que se dirige. De otra manera, los costes que produce la regulación de un eventual fallo del mercado podrían ser superiores a sus beneficios. Si la intervención pública no es efectiva no es un resultado mejor que el fallo del mercado al que pretenden combatir. La venta en corto, como actividad desarrollada en los mercados financieros, no presenta circunstancias que justifiquen unos objetivos o condiciones de regulación distintos.

Dentro del estudio específico de la venta en corto, nos referiremos a sus efectos positivos y negativos, y a los motivos por los que está fuertemente perseguida en coyunturas de inestabilidad financiera, como la ocurrida en 2008. En particular, veremos qué es lo que subyace en la consideración muy asumida según la cual en la venta en corto existe abuso de mercado implícito.

El estudio de la regulación de la venta en corto permite conocer la ineffectividad de las prohibiciones que se le imponen y, a veces, de sus efectos contradictorios para los fines perseguidos. Dadas estas posibilidades, parece que cualquier restricción regulatoria a las ventas en corto sería inútil, planteándose el dilema de porqué a pesar de todo producen efectos las restricciones a las ventas en corto.

El derecho español carece de un tratamiento positivo sistemático de un negocio, tan complejo desde el punto de vista jurídico y con tanta trascendencia económica como el de la venta en corto, que engloba varios contratos, entre distintos sujetos, concertados en momentos distintos: (1) comisión, entre el titular de los valores y la entidad encargada de llevar el registro contable; (2) comisión, entre el inversor particular que no puede concertar por sí sólo contratos en mercados secundarios oficiales y necesita de los miembros del mercado (sociedades de valores, agencias de valores o entidades de

crédito) para negociar; (3) préstamo de valores, entre el titular de ciertos valores negociados en un mercado secundario y aquel a quien se los cede por tiempo determinado para que los venda; (4) compraventa bursátil, de los valores prestados que son vendidos, y de los que se adquieren para devolverlos.

El estudio del derecho positivo sobre estos contratos se intenta completar con la escasa jurisprudencia existente para fijar en la medida de lo posible el contenido de los contratos implicados en la venta en corto.

Una vez expuestos la ordenación de la bolsa, su regulación y el contenido de la venta en corto, estaremos en situación de enjuiciar la intervención reguladora sobre ella. Esta intervención consiste sustancialmente en imponer limitaciones a su operatividad para evitar la presión bajista sobre los precios de las acciones. Estudiaremos estas restricciones regulatorias para saber si son efectivas y deseables en términos de compatibilidad con los fines reconocidos al mercado y, en definitiva, para comprender si la venta en corto debe ser regulada o no.

Para ello nos referiremos a las regulaciones introducidas a partir de la crisis de 2008 en Estados Unidos, Gran Bretaña y la Unión Europea, analizando las ventajas e inconvenientes de cada una de las aproximaciones adoptadas. Nos detendremos especialmente en la intervención reguladora de la Unión Europea, con la que se ha intentado aumentar la transparencia de las posiciones cortas de los inversores en “ciertos valores de la UE”, reducir los riesgos vinculados con posiciones no cubiertas y crear una estructura que se pretende armonizada para toda la Unión Europea.

Los anteriores antecedentes nos permiten concluir con el caso de España, donde la CNMV prohibió las ventas en corto a partir del inicio de la crisis financiera de 2008, en el contexto de la crisis financiera internacional y de la adopción de medidas similares por distintos reguladores.

ABSTRACT

The present thesis takes an in-depth approach into the study of the regulation of financial markets. Such a broad topic —with so many ramifications— is undoubtedly beyond the scope of a single doctoral work, so it will be abridged out of the necessarily academic humbleness. The work is based on a systematical study of the so called “short selling” transactions taking place in the stock market, which allows us to refer to the market in which they occur, the stock market in itself, and its regulation. In this way we will extract lessons on the regulation of financial markets in general.

Short selling is an old technique that can be used in any market. We will study it as a stock market operation that, as of today, is currently regulated in almost all countries. In short, it can be defined as a tool for anyone who bets against the market, and consists of the selling of shares that the seller does not own at the time of the given transaction. Such seller gets the shares on loan or in any other capacity that grants power to dispose of them, and sells them to a third party with the intention to buy later the same actions in the hope that its price will come down and then return them to whoever lent them, in order to make a profit if what he paid for the shares purchase is less than what he perceived when he sold before.

First, we turn to markets, because the stock markets are markets. A market is a reality determined in both structure and functioning by many factors: not only economic and legal, but also many others, unknown in their origin and effects. The key issue of such complex structures as markets is its usefulness for those who come to it, reducing transaction costs and making viable transactions.

We contemplate markets as realities that historically always have emerged seized by public powers, highlighting the inexistence of a radically natural —and thus, free flowing— management of the economy. On the contrary, history shows that in all times and places markets are strongly organized and intervened by states. As we understand it, it makes no sense to launch a debate in terms of regulation or not regulation, but about how markets are regulated.

The reference to the stock market should be made to the result of all economic, legal and technical elements developed since the second half of the twentieth century, adopted by a large majority of countries and studied here, as such is also the case for the

Spanish market. Like all markets, the stock market acts as a procedure to converge supply and demand on certain items, namely shares and financial instruments. Offers and demands come from investors, who are the buyers and sellers, as well as from financial intermediaries. The stock market is open to all kinds of people and institutions who act free and equal, acquiring homogeneous products, shares... whose prices are set transparently. From a regulatory point of view, the symmetry of the information in the stock market that produces efficiency in price formation and satisfies the general interest behind a correct functioning of the market is a key issue.

In order to achieve the required symmetry in the information —or at least the lesser asymmetry possible—, market regulation should be increased, expressed in the obligations of all participants to make public the information. But market efficiency requires a broader regulatory intervention able to set goals, adopt and implement the most appropriate legislation regarding the intended economic purposes.

In the study of the regulation that is projected onto the markets we look at the forms adopted by the most recent regulation: deregulation, neo-regulation and self-regulation. Deregulation is not a utopian return to a "free" all solving market —which has never existed—, but leads to the neo-regulation, in which the norms that once regulated the sector in a certain way are replaced by others that also regulate but in a different way. The role of self-regulation reflects the inability of national regulators to adequately control the financial markets, creating the need for the financial industry and their associations to participate in the management of the market.

The evaluation of regulatory intervention cannot be done simply by abstract reference to the public interest that may justify it. As we study it, it is necessary to determine whether the regulation (both norms and its implementation) is useful, efficient. In order to achieve such goal, we deem important the contribution of the economic analysis of law when introducing a tool to gauge the public intervention in the markets. The authors of the economic theory of law have explained that law can be studied economically because many —maybe most— legal institutions are built on an economic logic. Allowing these authors assert that the economic logic of many legal institutions is to promote economic efficiency. That affirmation is also applicable to the regulation of markets that theoretically seeks to promote economic efficiency.

In this sense, we will study that regulation does set goals or objectives, indeed, but its essential dimension is its need to be effective and reduce the inefficiencies leading to market failures. Otherwise, the costs of the regulation may be greater than its benefits. If public intervention is not effective, it shall be no better than the market failure it aims to fight. Regarding short selling, as an activity in the financial markets, there are not circumstances that may justify different objectives or regulatory conditions.

Within the specific study of short selling, we will refer to both its positive and negative effects, and the reasons for which it is heavily persecuted in situations of financial instability, as occurred in 2008. In particular, we will see what underlies in the too frequent assumption that short selling always amounts to implicit market abuse.

The study of the regulation of short selling provides information about the inefficiency of the prohibitions imposed and, sometimes, their contradictory effects regarding the goals. Given these possibilities, it seems that any regulatory restrictions on short selling would be useless, what leads us to ponder the dilemma of why restrictions produce effects on short sales, nevertheless.

Spanish law lacks a systematic positive treatment of an operation so complex from a legal point of view and with so much economic importance such as short selling, which includes several contracts, among different subjects, concluded at different times: (1) commission, between the holder of the shares and the entity responsible for maintaining the accounting records; (2) commission, between the individual investor that cannot conclude contracts alone on official secondary markets and needs of market members (securities companies, securities dealers or banks) to negotiate; (3) share lending, between the holder of certain shares traded on a secondary market and the cessionary of these shares during a specified period for the sale; (4) share sale, the loaned shares are sold, and purchased to be returned.

We tried to complete the study of positive law on these contracts with the limited existing case law, in order to secure as far as possible the content of the contracts involved in short selling.

Once examined both the ordination of the stock market, as well as its regulation and the content of short selling, we will then be in a position to judge the regulatory intervention on it. This intervention consists substantially of restrictions on the

operation of short selling, in order to avoid downward pressure on share prices. We will study these regulatory restrictions to understand whether they are effective and desirable in terms of compatibility with the purposes recognized to the market and, ultimately, to finally conclude whether short selling should be regulated or not.

To this end, we will refer to the regulations introduced during the 2008 crisis in the United States, Britain and the European Union, analyzing the advantages and disadvantages of each of the approaches adopted. We will specially delve in the recent regulatory intervention of the European Union, designed to increase the transparency of short positions of investors in "certain values of the EU", as well as to reduce the risks associated with uncovered positions and thus create a structure intended to be harmonized throughout the European Union.

These records allow us to finally conclude with the case of Spain, where the CNMV banned short selling at the start of the financial crisis in 2008, in the context of the international financial crisis and the adoption of similar measures by others regulators.

INTRODUCCIÓN

El presente trabajo estudia la regulación de los mercados bursátiles. Se trata de un tema de gran actualidad, lo que no significa que nos encontremos ante un asunto nuevo; por unas razones u otras, la bolsa y las operaciones que en ella se desarrollan siempre han tenido relevancia, porque son reflejo de la situación económica. Es también un tema amplísimo y con multitud de ramificaciones, en el que convergen la economía y casi todas las ramas del derecho, y que excede con mucho del ámbito de un solo trabajo de doctorado, lo que obliga a acotar el tema. Por ello, nos hemos centrado en el estudio sistemático de las operaciones denominadas ventas en corto o *short selling*. Estas operaciones se desarrollan en los mercados bursátiles mediante una serie de contratos conectados entre sí por su objeto principal, los valores. El estudio de las operaciones en corto nos permite referirnos al mercado en el que se producen, la bolsa, y las formas y efectos de su regulación.

La elección del tema se debió a una sugerencia del director de la investigación, el Prof. Dr. Juan de la Cruz, tras un obligado periodo de análisis de la problemática asociada al funcionamiento de los mercados, desde el punto de vista legal. El Dr. de la Cruz es experto en regulación económica, con multitud de publicaciones sobre la materia y una larga experiencia forense en cuestiones regulatorias económicas. Una vez manifestado mi interés en estudiar la regulación de los mercados bursátiles, me sugirió, como método de trabajo, partir de las denominadas *ventas en corto*. El estudio de los elementos que incorporan estos contratos y de su funcionamiento *ad intra* y *ad extra* permitía pasar al ámbito de la regulación y los efectos de ésta nos permitirían extraer conclusiones sobre el régimen legal.

El método descriptivo-analítico ha guiado todo el trabajo. Desde un primer momento nos propusimos adoptar, en el estudio de los diversos conceptos y estructuras, y especialmente de las actuaciones regulatorias, una perspectiva de Análisis Económico del Derecho, que ha determinado las conclusiones alcanzadas. También a sugerencia del

Dr. De la Cruz se ha analizado una serie de trabajos sobre concepciones modernas del servicio público, que permiten matizar una visión excesivamente teórica y formal de la intervención regulatoria. Es de agradecer asimismo el torrente de autores, libros y artículos sugeridos, de relevancia general y concreta para completar los contenidos y dotar a la investigación de una sistemática y estructura lógica, que, de una forma prácticamente natural, llega a sus conclusiones.

Es necesario mencionar la ayuda insustituible para la elaboración de la presente investigación del Centro de Estudios de Regulación Económica (CERECOM),¹ bajo cuyo amparo hemos trabajado y de cuyos estudios nos hemos beneficiado.

El estudio de la regulación económica no puede estar limitado a las fuentes españolas, que son limitadas y escasas, por desarrollarse a remolque de los principios y conceptos desarrollados en otros ordenamientos, lo que nos ha obligado a prestar atención a fuentes foráneas. Es importante en un trabajo de estas características buscar elementos de relevancia conocidos, probados y debatidos en otros sistemas, cuya importación al sistema español se podría recomendar o, si es el caso, desaconsejar. Era necesario conocer qué se había hecho en otros países. Este fue el objetivo de las estancias que realicé, primero en Fordham Law School, aconsejado por el experto en Global Law, Rafael Domingo Oslé, donde asistí como *Visiting Foreign Scholar* invitado por Toni M. Jaeger-Fine, *Assistant Dean for International and Non-J.D. Programs*. En esta estancia pude estudiar y debatir con profesores venidos de todo el mundo sobre las agencias reguladoras de mercados bursátiles, poniendo los cimientos de esta investigación.

Posteriormente realicé una estancia de investigación en Harvard Law School, gracias a la gentileza del profesor Guhan Subramanian, que tuvo a bien invitarme. Los fondos bibliográficos de Harvard me permitieron profundizar en el estudio de la operativa y la regulación de las operaciones en corto en Estados Unidos y otros países.

¹ El Centro Europeo de Regulación Económica y Competencia se enmarca en el Programa Jean Monnet de la Comisión Europea, dentro de Módulo de Enseñanzas “Regulación y Liberalización de los Servicios de Interés General en la Unión Europea”, establecido en la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense de Madrid por el Profesor Juan de la Cruz Ferrer.

El objetivo del Programa Jean Monnet consiste en estimular la excelencia en la enseñanza, investigación y debate sobre el proceso de integración europea en Universidades de todo el mundo; facilitando la presentación del modelo de coexistencia pacífica y de políticas públicas desarrollado por la Unión Europea basado en la democracia y el pluralismo, la seguridad jurídica, la libre competencia en economías de mercado abiertas, la cohesión social y la solidaridad.

<http://www.cerecom.org/>

Finalmente, esta vez aconsejado por Josep Maria Castellà Andreu, e invitado por H  l  ne Trudeau, visit   la Facult   de Droit de la Universit   de Montréal, donde el estudio de las fuentes bibliográficas franc  fonas mostró otra perspectiva de muchas de las cuestiones estudiadas.

Creo que este es el momento adecuado para advertir de que gran parte de las obras usadas y citadas lo son en su versión original. Muchas de ellas tienen, no obstante, traducción al castellano, lo que algunas veces se indica para facilitar la consulta de esa versión al lector interesado.

Las ventas en corto son conocidas desde antiguo y pueden operar en cualquier mercado. Nuestra intención es estudiarlas como operaciones en bolsa, que actualmente están reguladas, al menos parcialmente, en casi todos los ordenamientos. En general son una herramienta para quien opera en contra del mercado. En el mercado bursátil, consisten en la venta de acciones de las que el vendedor no es propietario en el momento en el que las vende. Ese vendedor obtiene las acciones en préstamo, o por otro título que le permita disponer de ellas, y las vende a un tercero con la intención, bien de comprar más adelante las mismas acciones, confiando en que su precio habrá bajado, bien de devolverlas a quien se las prestó y obtener un beneficio si lo que paga por las acciones que compra es menos de lo que percibe por las que había vendido.

Antes del estudio específico de estas operaciones y su regulación, estudiaremos el contexto en que se producen; los mercados y, más concretamente, las bolsas de valores, que son un tipo de mercado. Contemplaremos los mercados como realidades que históricamente han aparecido siempre intervenidas por los poderes públicos, poniendo en evidencia que no existe una ordenación radicalmente natural de la economía. Por ello, entendemos que no tiene sentido plantear un debate en términos de si han de regularse o no los mercados, sino en torno a cómo se han de regular.

En otro orden de cosas, la referencia a un mercado bursátil debe hacerse al que resulta de los elementos económicos, jurídicos y técnicos desarrollados a partir de la segunda mitad del siglo XX. La bolsa es un mercado que, como tal, funciona como un procedimiento para que confluyan ofertas y demandas sobre los activos e instrumentos

financieros. En el mercado bursátil importa definitivamente la simetría de la información, que produce eficiencia en la formación de los precios y satisface el interés general detrás del correcto funcionamiento del mercado.

La evaluación de la intervención reguladora en el mercado no puede hacerse simplemente haciendo referencia al interés público que la puede justificar. Es necesario —y así lo estudiamos— comprobar si la regulación (la normativa y su implementación) es útil. Para ello estimamos de importancia la aportación del análisis económico del derecho, como técnica para evaluar la intervención pública en los mercados. En este aspecto, estudiaremos que la regulación establece fines u objetivos pero que lo esencial es que sea efectiva, que reduzca realmente las ineficiencias que causan los fallos del mercado contra los que se dirige.

Dentro del estudio específico de la venta en corto, nos referiremos a sus efectos positivos y negativos, y a los motivos por los que se encuentra fuertemente perseguida en coyunturas de inestabilidad financiera, como la ocurrida en 2008. En particular, veremos qué es lo que subyace en la muy extendida consideración, según la cual en la venta en corto existe abuso de mercado implícito.

En el derecho español no existe un tratamiento sistemático de un negocio tan complejo desde el punto de vista jurídico y con tanta trascendencia económica como el aquí estudiado, que engloba varios contratos entre distintos sujetos concertados en momentos distintos. El estudio del derecho positivo existente se intenta completar con la escasa jurisprudencia sobre la materia para fijar, en la medida de lo posible, el contenido de los contratos implicados en una venta en corto.

Una vez expuestos la ordenación de la bolsa y el contenido de la venta en corto, estaremos en disposición de enjuiciar la intervención reguladora sobre ella. Esta intervención consiste sustancialmente en imponer limitaciones a su operatividad para evitar la presión bajista sobre los precios de las acciones. Estudiaremos las restricciones regulatorias para saber si son efectivas y deseables en términos de compatibilidad con los fines reconocidos al mercado, y, en definitiva, para comprender si la venta en corto debe ser regulada o no. Para ello nos referiremos a las regulaciones introducidas a partir

de la crisis de 2008 en Estados Unidos, Gran Bretaña y la Unión Europea, analizando las ventajas e inconvenientes de cada una de las aproximaciones adoptadas.

Los anteriores antecedentes nos permitirán, por último, abordar el caso de España, donde la CNMV prohibió las ventas en corto a partir del inicio en nuestro país de la crisis financiera de 2008, en el contexto de la crisis financiera internacional y de la adopción de medidas similares por distintos reguladores con motivo de la situación de incertidumbre en los mercados de capitales durante ese año.

**CAPÍTULO I. FUNDAMENTOS DE LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS
FINANCIERO Y BURSÁTIL**

1. LOS MERCADOS

El estudio de la regulación de las ventas en corto de acciones cotizadas en bolsas de valores necesita del estudio de los mercados de valores, entre los que se incluyen las bolsas.

Inicialmente no nos referimos ni a las bolsas de valores ni a ningún otro mercado en particular, a lo que llegaremos, sin embargo, mediante la identificación de la estructura y funcionamiento de los lugares en parte físicos y en parte virtuales denominados mercados. La segunda institución que hemos de comenzar tratando es la intervención pública, conocida como “regulación”, que se proyecta sobre los mercados y, por ende, sobre las ventas en corto, centro de nuestro estudio.

1.1. Concepto económico y jurídico

Simplificando mucho se puede decir que existen dos tipos de mercado. El mercado en general al que se refieren los economistas, mercado informal de bienes y servicios, que comprende segmentos homogéneos de bienes o de servicios sustituibles, y que se rige por las reglas de la competencia. En segundo lugar están los mercados organizados y regulados, que responden a reglas de organización y de funcionamiento destinadas a proteger a los agentes y, sobre todo, al mercado. No puede haber ninguna diferencia de naturaleza económica entre ambos, pero hay una diferencia de naturaleza jurídica, los primeros no son más que una suma de transacciones bilaterales, los segundos son organizaciones colectivas. Mercados financieros y bolsas están en la segunda categoría.²

Economistas y juristas ofrecen infinitud de conceptos de mercado. Los economistas suelen considerar el mercado principalmente como un lugar teórico donde se encuentran

² DAIGRE, J.J. (2006): “Evolution de la notion de marché financier”. *Liber amicorum Jacques Malherbe*. Bruxelles: Bruylant. P.233-248

la oferta y la demanda de productos o servicios. Es el mercado como “*contratación pública en paraje destinado al efecto y en días señalados*”³, concepto prácticamente universal que incluye toda posible variante. En esta disciplina un mercado perfecto sería aquel que, gracias a una unidad de lugar y tiempo, permite a los operadores disponer de información perfecta e intervenir en la formación de los precios.

Las concepciones jurídicas sobre el mercado también consideran que es un lugar en el que se encuentran oferta y demanda en determinadas condiciones de concurrencia entre los operadores, pero además estas concepciones insisten en la organización o regulación de ese lugar y de las actividades que en él se desarrollan.

Refiriéndose a ambas concepciones, SÁNCHEZ ANDRÉS⁴ afirma que el término “mercado” sirve para designar dos cosas algo distintas, aunque emparentadas entre sí; a saber: un *modelo* conceptual desarrollado por los economistas para explicar la formación de precios de equilibrio merced a la libre confrontación entre la oferta y la demanda de una cosa cualquiera, o, también, un *sistema* de organizar la propiedad de los medios de producción y el intercambio de bienes o servicios, dentro del cual las decisiones (*políticas*) que deben asegurar la cobertura de las necesidades de la población, procurando de paso una respuesta efectiva a esa y otras muchas interrogantes (*económicas*) fundamentales —en particular, *qué se ahorra, qué se invierte, qué se consume y, sobre todo, en beneficio de quién se promueve la correspondiente actuación*— se adoptan en régimen de libertad por los propios operadores privados del sector, en principio sin injerencia externa de ningún tipo.

Este autor resalta un elemento fundamental para entender el funcionamiento del mercado: la organización jurídica del mismo que, a su vez, responde a determinadas decisiones políticas que condicionan esencialmente su funcionamiento económico. Debe advertirse ya que tanto las concepciones económicas como las jurídicas se pueden referir al mercado como un objeto teórico, no real, que respondería de forma automática, con estímulo respuesta, a determinadas fórmulas o principios matemáticos,

³ TAMAMES, R. (1993): *Diccionario de Economía*. 6ª Edición. Alianza Editorial S.A. Madrid. P.275

⁴ SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (2008): “Del Mercado en General” (versión ampliada de la lección “Derecho y Mercado” en *Lecciones de Derecho Mercantil*, dir. A.Menéndez, Thomson-Civitas). Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores. Thomson-Civitas. P.30

en el caso de las concepciones económicas⁵; o a cierta orientación de la regulación que recoja un ordenamiento jurídico del mercado, que, igualmente, provocaría de forma automática un determinado funcionamiento del mercado. Como iremos viendo a lo largo de este trabajo, el mercado no es un objeto teórico sino real que está influido por multitud de factores, de muchos de los cuales tanto la economía como el derecho desconocen su existencia o efectos, y que no responden a los estímulos económicos o de derecho positivo en la forma que cabría esperar desde un punto de vista teórico.

Es común dar a la palabra “mercado” una connotación geográfica, haciendo referencia a una concentración, obligatoria o voluntaria, absoluta o no, de los operadores, y, como consecuencia, de las operaciones que recaen sobre una misma categoría de bienes o servicios en un mismo lugar. El mercado es el lugar de encuentro, de realización de las transacciones. Con el término mercado se está designando la reunión de los actores y también las operaciones que se realizan. Sin embargo, un concepto auténtico de mercado debe tener en cuenta que a partir de los años ochenta del siglo XX los avances tecnológicos ofrecen una alternativa informática a la centralización geográfica. Algunos autores entienden que hoy el término “lugar” ya no es apropiado para designar mercados que, determinados por su internalización y su informatización, ya no tienen existencia física. Debe admitirse que el mercado se produzca en un lugar virtual, abstracto.⁶

Los mercados de instrumentos financieros no son únicamente unos lugares abstractos de confrontación de la oferta y la demanda de instrumentos financieros, son ellos los que organizan este encuentro y se dotan de una estructura y regulación. La expresión

⁵ Estos peligros y sus consecuencias son conocidos: *“Desde hace mucho tiempo los economistas han buscado definir su identidad a partir de supuestos métodos científicos. En realidad, estos métodos se basan sobre todo en el uso inmoderado de modelos matemáticos, que a menudo sólo son una excusa que permite ocupar el terreno y disfrazar la vacuidad del propósito. Se ha gastado mucha energía, y se sigue gastando, en puras especulaciones teóricas, sin definir claramente los datos económicos que han de ayudar a explicar los problemas sociales o políticos. Hoy se asiste a un entusiasmo considerable, entre los investigadores económicos, por los métodos empíricos a base de experimentos controlados. Si son utilizados con moderación y discernimiento, estos métodos pueden ser muy útiles, y tienen al menos el mérito de orientar una parte de la profesión hacia las cuestiones concretas y el conocimiento del terreno (ya es tiempo). Pero estas nuevas aproximaciones no son tampoco indemnes a una cierta ilusión científica. (...) Estos métodos conducen a menudo a descuidar las lecciones de la historia y a olvidar que la experiencia histórica sigue siendo nuestra principal fuente de conocimiento (...)”* PIKETTY, T. (2013): *Le capital au XXI siècle*. Éditions du Seuil. P.946-947

⁶ ROUAUD, A. (2010): *Contribution à l'étude de l'opération de marché*. Bibliothèque de l'Institut de Recherche Juridique de la Sorbonne André Tunc. IRJS Éditions. París. P.3

“mercado financiero” designa por tanto una realidad precisa, una estructura organizada y regulada, que puede adoptar diferentes formas en función de factores exógenos y endógenos. Los primeros se refieren al entorno jurídico del mercado, en el que la principal variable depende de la actitud del poder público, que puede intervenir y regular el mercado para controlarlo debido a su importancia económica, o puede por el contrario abstenerse de intervenir, dejando a la iniciativa espontánea de los operadores que se doten ellos mismos de una cierta organización que facilite el funcionamiento del mercado. Los segundos se refieren a la organización interna del mercado, y principalmente al modo de confrontar la oferta y la demanda. En esta acepción, el mercado financiero se corresponde con la noción tradicional de bolsa de valores, que clásicamente se define como el mercado secundario de los valores mobiliarios, por oposición al mercado primario, que es el de su emisión.⁷

Volviendo a los mercados “en general”, éstos se crean para realizar intercambios sobre un principio de libertad de quienes en ellos concurren. El intercambio es voluntario. Cada parte es la que decide si quiere comprar o vender. La estructura del mercado busca posibilitar las operaciones, adoptando unos mecanismos que organizan la compraventa, unos canales que permiten transmitir información, y unas normas jurídicas que definen el contenido de los derechos de propiedad, sustentan los contratos y regulan las conductas de los partícipes. La clave del mercado es la libertad de decisión, pero este conjunto de elementos que estructuran el mercado forman y sustentan el proceso de la transacción.

El diseño de esta estructura del mercado se realiza en parte por los partícipes y en parte por el Estado (en sentido amplio, Estado, entidades locales o/y otros entes públicos y, en determinados mercados, cada vez más organismos internacionales públicos y privados). La intervención pública define el contenido de los derechos de propiedad objeto de transacción, pero esta intervención en los mercados es mucho mayor que simplemente asignar estos contenidos. La institución que pretendemos estudiar en este trabajo —la venta en corto de acciones en mercados financieros— se integra por un conjunto de contratos entre diferentes sujetos que fundamentalmente se desarrollan dentro del mercado bursátil pero también en parte fuera de él. Estos contratos se dirigen

⁷ ROUAUD, A. (2010): *Contribution à l'étude de l'opération de marché*. Bibliothèque de l'Institut de Recherche Juridique de la Sorbonne André Tunc. IRJS Éditions. París. P.4

primordialmente a la transmisión de la propiedad de las acciones pero en una forma y condiciones que previa, simultánea y posteriormente, presuponen otros contratos, de préstamo, depósito etc. Sería irreal referirse a estos contratos como regidos únicamente por la libertad de las partes que libremente estipularían sus cláusulas. La intervención pública determina cuándo y cómo se puede realizar la venta en corto y en qué condiciones. En esta intervención se concreta su regulación y refleja un aspecto más de la regulación del mercado de valores. La importancia de esta regulación es clave para el buen funcionamiento del mercado, y sin embargo, como veremos, sorprende los extraños motivos a los que han respondido los cambios regulatorios sobre estas operaciones de venta en corto.

Es importante, por último, resaltar que la intervención pública sobre los mercados es una constante histórica en todos los mercados, negarla para plantear una autorregulación privada es referirse a una utopía que nunca ha existido realmente.

1.2. Los costes de transacción

Afirma COASE *“Los mercados son instituciones que existen para facilitar el intercambio, luego existen para reducir el coste de las transacciones.”*⁸

La realización de un negocio jurídico, singularmente de una compraventa, requiere del pago de un precio a cambio de un bien o servicio, pero aparte de ese precio que se paga por el bien o servicio objeto del negocio hay otros costes. Antes de que el negocio jurídico pueda perfeccionarse al menos una de las dos partes, si no las dos, debe averiguar si existe alguien con quien es potencialmente posible concertar el negocio que quiere realizar, debe ponerse en contacto con esa persona o personas, informarles de la oportunidad de negocio, y negociar los términos del contrato. Estas actividades suponen costes de transacción en términos de tiempo, energía y dinero. Si, además, las condiciones de un contrato son más complicadas que un mero intercambio del dinero por el producto o servicio —como por ejemplo puede ser que el acuerdo incluya pago a cambio de entrega futura, pago e instalación, garantías de la calidad del producto, previsiones sobre mantenimiento futuro del bien, opciones para adquisiciones adicionales a un precio garantizado etc.— las negociaciones para la perfección de los

⁸ COASE, R.H. (1988): *The Firm, The Market and The Law*. The University of Chicago Press. P.7

contratos pueden demorarse y ser muy costosas en términos de tiempo, viajes, estudios, honorarios de los abogados y otros conceptos. Después de que el negocio se ha perfeccionado, todavía puede haber otros costes importantes para el seguimiento del cumplimiento exacto por la otra parte de las prestaciones convenidas, y, en el caso de que ésta no cumpla, para ejercer las correspondientes acciones legales que consigan al cumplimiento pactado. En consecuencia, los principales costes de transacción son; los costes de búsqueda e información⁹, los costes de negociación y decisión, y los costes de seguimiento del cumplimiento.

Es una simplificación equivocada asumir que los costes de transacción pueden ser iguales a cero, aunque en general en países avanzados que cuentan con sistemas monetarios estables, transportes y comunicaciones baratas y sistemas judiciales que funcionan, estos costes pueden no ser muy importantes. Una visión realista de la cuestión obliga a tener en cuenta que para que un negocio jurídico se perfeccione los beneficios de las partes deben ser lo suficientemente grandes como para que incluyan sus costes de transacción, de forma que muchos negocios que podrían ser muy ventajosos para las partes no se realizan precisamente porque tienen altos costes de transacción.

La existencia de costes de transacción y la necesidad de minimizarlos es lo que explica en buena parte la existencia de mercados. Para la empresa, el mercado supone eliminar o reducir drásticamente sus costes de transacción hasta el punto de hacerla viable. Para el comprador, el mercado, si funciona, ofrece incluso más beneficios. Dentro del mercado, en una situación de competencia perfecta,¹⁰ los vendedores obtienen una recompensa por bajar sus precios. Esto ocurre si la información es libre, si no lo es, los costes de búsqueda mantienen cautivos a los clientes, y los vendedores son penalizados

⁹ “La información afecta al proceso de decisión en todo contexto –no sólo en las empresas y hogares–.” STIGLITZ J. E., “Information and the Change in the Paradigm in Economics”. Prize Lecture December 8, 2001, at Aula Magna, Stockholm University. http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2001/stiglitz-lecture.html

¹⁰ La competencia es la concurrencia de una multitud de vendedores en el mercado libre, que para conseguir la venta de sus productos pugnan entre sí proponiendo los precios que les permitan sus costes, y que se alinean con los del mercado. La competencia puede ser perfecta o imperfecta u oligopolística. La competencia perfecta es una forma de mercado en la Teoría Económica que expresa la idea de la concurrencia de una gran diversidad de empresas, que entran o salen libremente del mercado y que toman los precios como datos, pues al aportar cada ofertante unidades muy reducidas de producto, no ejercen una influencia perceptible en las cotizaciones. TAMAMES, R. (1993): *Diccionario de Economía*. 6ª Edición. Alianza Editorial S.A. Madrid. P.106

por bajar los precios. De manera que los costes de ir a comprar, incluso si son pequeños en comparación con el valor de lo adquirido, pueden impedir que la competencia produzca efectos. Cada vendedor es un pequeño monopolista que intentará obtener grandes beneficios de los costes de búsqueda que tiene el comprador. De pequeños costes de transacción pueden devenir grandes efectos. Son los mercados los que desarrollan instrumentos para superar las fricciones que crean los costes de búsqueda y de esta forma permitir que las fuerzas competitivas bajen los precios.

Con el tiempo, la competencia sirve para disciplinar a los vendedores, a las empresas, que se ven forzadas a innovar y, de esta forma, a ser más eficientes, y la regla de la supervivencia de las mejores acaba con las empresas ineficientes.

El sistema de mercado provee de un sistema de control (*checks and balances*) sobre las empresas presionándolas desde fuera, reduciendo sus posibilidades de decisión, obligando a que sean administradas en la forma más eficiente posible. Junto a este control o disciplina sobre las empresas que proviene de los mercados en los que quieren vender sus productos, las empresas están también disciplinadas por los mercados financieros de los que obtienen capital.

En este sistema la información se convierte en la clave. Lógicamente cuando el modelo competitivo de funcionamiento del mercado es atacado y se ponen en duda sus principios la cuestión de la información también es clave. STIGLITZ defiende un modelo, “*el nuevo paradigma de la información*”, que demostraría que en el mercado competitivo a menudo no existe equilibrio debido a la existencia de información imperfecta, incluso aunque se de en pequeñas cantidades. Su modelo, estima, acaba con los fundamentos del análisis del equilibrio competitivo, las “leyes” básicas de la economía, que incluyen: la ley de la oferta y la demanda, la ley del precio único, la ley del precio competitivo y la hipótesis del mercado eficiente. Ésta última ley sostiene que en las bolsas los precios contienen toda la información relevante, pero si este fuera el caso, mantiene, entonces no habría incentivo para que se gastara dinero en obtener información. Considera que ha demostrado que el sistema de precios incorpora información imperfectamente y que tiene cierta cantidad de equilibrio “desequilibrado”. De manera que “*la razón fundamental por la que los mercados con información*

*imperfecta difieren de los de información perfecta es que las actuaciones (incluyendo las decisiones) incorporan información, los partícipes en el mercado lo saben, y esto afecta a sus conductas.”*¹¹

La crítica de STIGLITZ es una constatación de que no siempre la información es perfecta y de que naturalmente el mercado no produce información perfecta, pero este autor obvia que la perfección del mercado es una ideal, un objetivo al que llegar y respecto del que se puede encontrar en diferentes distancias. Nada que no fuera conocido y descontado por los defensores del mercado clásico. En el prólogo a la obra *Estudios de filosofía, política y economía* INFANTINO¹² se refiere al concepto de conocimiento de HAYEK, que usa la idea de la dispersión del conocimiento contra la teoría del equilibrio económico general que opera con la hipótesis de un mercado perfecto, suponiendo que “*todos los miembros de la colectividad, aunque no son omniscientes en sentido estricto*”, conocen por lo menos “*lo que es relevante para sus decisiones*”¹³; y, si es así, el equilibrio no es una situación que se añade, sino algo que se presupone: porque, cuando se postula que “*los sujetos lo conocen todo*”, entonces saben cómo armonizar sus acciones, se encuentran ya en una situación de equilibrio.¹⁴ De donde se sigue que un análisis de este género es “*lógica pura*”¹⁵ Los precios, como ya escribió CARL Menger son “*síntomas de la equiparación económica entre las economías humanas*”¹⁶. Lo cual significa que los precios señalan un proceso en el que los individuos, intercambiándose recíprocamente bienes y servicios, afrontan la condición de escasez en que se encuentra. Si cada uno de ellos dispusiera del “*conocimiento relevante*” sabría inmediatamente cuales de sus propios planes son realizables y cuáles en cambio deben abandonarse. Lo cual daría también solución a los problemas derivados de la continua reformulación de los proyectos individuales, reformulación que sigue a que cada uno redefine permanentemente su propia condición

¹¹ STIGLITZ J. E., “Information and the Change in the Paradigm in Economics”. Prize Lecture December 8, 2001, at Aula Magna, Stockholm University. http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2001/stiglitz-lecture.html

¹² HAYEK, F.A. (2012): *Estudios de filosofía, política y economía*. Prólogo a la edición española de INFANTINO, L. Edición: 2ª. Unión Editorial.

¹³ HAYEK, F.A.: *Economía e conoscenza*. P. 241

¹⁴ Ibidem.

¹⁵ *Op.cit.* P. 229

¹⁶ Menger C.: *Principi fondamentali di economia*. Galeati, Imola, 1909, p.151 [trad.esp.: *Principios de economía política*, Unión Editorial, 2ª ed., 1997. P.253].

de escasez, modifica sus propias preferencias. Sin embargo, carecemos de ese conocimiento relevante.

En su crítica a la teoría del equilibrio económico general HAYEK entiende que ésta supone un mercado perfecto, donde todo evento es conocido instantáneamente por cada individuo, y de esta manera da por “conocido” lo que tiene que ser “descubierto, *“se supone que los datos de los distintos individuos se han ajustado ya plenamente los unos a los otros, mientras que el problema que exige una explicación es el relativo a la naturaleza del proceso a través del cual se realiza este ajuste recíproco de los datos”*.¹⁷

Como consecuencia afirma que *“no se resuelve nada suponiendo que todos lo sabemos todo.”*¹⁸ La cuestión consiste más bien en reconocer nuestra ignorancia y en encontrar un mecanismo a través del cual movilizar y dar a conocer los conocimientos dispersos en la sociedad. En el reconocimiento de que nuestro conocimiento limitado y falible produce una teoría del hombre en la que nadie está autorizado a situarse por encima de los demás; de lo cual se sigue la exigencia de la igualdad jurídico-formal, de la que nace un proceso (la competencia) que permite “liberar” todos los conocimientos disponibles y dispersos; una solución que sería inútil si cada uno poseyera el *“conocimiento relevante”*. Como si dijéramos que la teoría del equilibrio, dando por supuesta la hipótesis de un mercado perfecto, elimina todo lo que hace de presupuesto al proceso de la competencia, oscurece los problemas a los que competencia trata de dar respuesta.

Por eso HAYEK escribe que la solución de la cuestión económica es siempre un *“viaje de exploración por lo desconocido.”*¹⁹ Y añade: *“Es difícil defender a los economistas de tener un discurso de la competencia, durante casi cuarenta y cinco años, partiendo del presupuesto de que, si se aplicara al mundo real, haría que careciera completamente de interés y utilidad. Si todos conociéramos lo que la teoría económica llama los datos, la competencia sería realmente un método muy perjudicial.”*²⁰ *“Pero qué bienes son escasos, o qué cosas son bienes, en qué medida son escasos y qué valor*

¹⁷ HAYEK, F.A.: “Il significato della concorrenza”, trad.it. en *Conoscenza, mercato, pianificazione*. P.293-294

¹⁸ *Op.cit.* P.295

¹⁹ *Op.cit.* P.297

²⁰ HAYEK, F.A.: “La concorrenza come procedimento di scoperta”, trad. It., en F.A. Hayek, *Nuovi studi di filosofia, politica, economia e storia delle idee*, Armando, Roma, 1988. P.197

*tienen, son exactamente éstas las cosas que la competencia debe descubrir.”*²¹ Así, pues, la competencia es un “*procedimiento para descubrir hechos que, sin ella, nadie conocería, o por lo menos nadie utilizaría*”.²²

Estas afirmaciones son útiles para evaluar los fines de la intervención pública en los mercados, permitiendo excluir aquellos fines que alteran el conocimiento y promover en cambio los que lo permiten “democratizar” la información, haciendo más eficientes los mercados.

2. LA INTERVENCIÓN PÚBLICA EN LOS MERCADOS

2.1. Inicio

Pone de manifiesto ARIÑO²³ que la ordenación natural de la economía es sólo un ideal que nunca ha existido realmente. El Estado liberal es una reacción al sistema del Antiguo Régimen que crea un orden social y político nuevo contrario al anterior sistema de gremios y regalías, y que aporta sus elementos característicos: liberalismo económico, Estado gendarme, separación Estado-sociedad, separación entre derecho privado y público, libertad y propiedad como derechos garantizados etc.

El postulado central social y económico en que se basaba el nuevo Estado liberal era el funcionamiento del mercado y la libertad, que crearían una sociedad equilibrada y justa. Los acontecimientos posteriores demostraron que la ordenación natural de la economía sólo era una teoría, un ideal. El funcionamiento eficaz de un mercado libre fue contradicho desde el principio por acontecimientos de trascendencia económica y social, como fueron la revolución industrial que provoca migraciones y concentraciones urbanas, y que crea y agrava todo tipo de problemas sociales (vivienda, sanidad, trabajo de menores...); la primera guerra mundial, que justifica una fortísima intervención estatal mediante el “derecho de guerra”; la crisis de 1929, que agudiza los conflictos sociales iniciados con la revolución industrial, y que fuerzan al Estado a intervenir en ayuda de grandes masas de población desamparada; las grandes concentraciones industriales y empresariales surgidas en el periodo de entreguerras especialmente en

²¹ *Op.cit.* P.199

²² *Op.cit.* P.198

²³ ARIÑO ORTIZ, G. (1999) *Principios de Derecho Público Económico*. Ed. Comares. P.10 y ss.

Estados Unidos, Inglaterra y, posteriormente, en Alemania, que falsean el mercado, dando lugar a las primeras leyes anti-monopolio.

Esta situación de desorden en el mercado impone un cambio en la función del Estado ante la actividad económica. Frente al Estado abstencionista, que debería de cuidar del orden económico con principios generales prohibitivos, se hace necesario un Estado intervencionista, que ordene la actuación económica con concretas reglas positivas. ARIÑO cita a FARJAT:

“Es este orden liberal perfectamente coherente el que va a ser cuestionado por la concentración capitalista y la intervención del Estado. Sin duda, no se trata de mostrar de qué manera se han llevado a cabo las transformaciones bajo la acción de las fuerzas sociales o económicas, de la “fuerza creadora del derecho” según la expresión de G.Ripert. Este análisis le corresponde a la ciencia política. Son las “contradicciones jurídicas” las que nos preocupan. Contrariamente a una opinión muy difundida entre la doctrina francesa, la “agresión” contra el sistema liberal vino primero de la concentración capitalista. Ésta implica contradicciones materiales y formales en el seno del sistema liberal y es la que hace necesaria la transformación de la función del Estado.

*El Estado no podía ya seguir absteniéndose de intervenir en la economía a partir del momento en que ésta podía ser “organizada” por personas privadas. Su intervención era pues “necesaria”, en el sentido más fuerte de la palabra; dicha intervención estaba “determinada”. Desde el punto de vista económico: en la medida en que deja de operar la ley del mercado debido a la concentración capitalista, es menester una nueva “regulación” de los intercambios; dicha regulación es asumida en ese caso por el Estado. Desde el punto de vista social: la concentración capitalista modifica las fuerzas sociales creadoras del derecho; las “víctimas” de la concentración llegan a solicitar y hasta exigir la intervención del Estado. Es menester añadir, además, que se podría encontrar una necesidad ideológica: la intervención del Estado es una necesidad desde el punto de vista de la lógica y de la coherencia del mismo sistema liberal.”*²⁴

²⁴ FARJAT, G. (1977) “Las enseñanzas de medio siglo de Derecho Económico”, en *Estudios de Derecho Económico*, AA.VV. México. P.14

Son los desequilibrios sociales y económicos de principios del siglo XX los que exigen el cambio de sentido de la acción del Estado, adquiriendo protagonismo en la corrección del “desorden natural” en que se encuentra la sociedad, asumiendo progresivamente nuevas tareas en el orden jurídico y económico, no sólo como ordenador imparcial, sino con un claro designio protagonista y corrector de los desequilibrios sociales.²⁵

Con el cambio de sentido de la acción del Estado tras la crisis del modelo liberal surge un nuevo derecho de la intervención económica, llamado Derecho Económico o Derecho de la Economía, a caballo entre el derecho mercantil (derecho de los negocios, *corporate law*) y el derecho administrativo (derecho público, constitucional y administrativo, que justifica y legitima, y también limita, la intervención del Estado sobre la economía).

Afirma ARIÑO que junto al anterior análisis de la ordenación jurídica de la economía, se debe tener en cuenta la otra faceta de las relaciones entre Derecho y Economía, contemplada por la teoría que ha sido conocida como “análisis económico del derecho”.

2.2. Mercado económico y meta-mercado legal

Para comprender las aportaciones del análisis económico del derecho, ARIÑO parte de la distinción entre leyes de producción y leyes de distribución, con la que STUART MILL intentó explicar la interacción entre un mercado económico, sometido a la ley de la eficiencia, y un meta-mercado institucional sometido a la ley de la justicia. Dicho de otra manera, entre la producción eficiente y el justo ordenamiento de los derechos de propiedad.

STUART MILL, para dulcificar en su aplicación las teorías económicas clásicas, necesitaba determinar en qué parte eran las leyes económicas inamovibles y en qué medida eran susceptibles de modificación por medio de reformas institucionales: por ejemplo, lo necesitaba para saber si la participación de los empleados en los beneficios

²⁵ Posteriormente también el Estado social entró en crisis: “Parece claro que, hoy por hoy, la tópica crisis del Estado Social ha de referirse no a los fines asumidos por el Estado, que sustancialmente no están afectos, sino a las formas de intervención para asegurarlo. Por tanto, la característica del proceso es la de la subsistencia de fines y transformación de las formas de actuación.” FERNÁNDEZ FARRERES, G. (2003): “El concepto de servicio público y su funcionalidad en el Derecho Administrativo de la nueva economía”. *Revista de derecho administrativo*, n. 18. P.7-21

de la empresa o la creación de cooperativas eran compatibles con las leyes inamovibles de la economía. La solución que adoptó fue:

*“Las leyes y condiciones que rigen la producción de la riqueza participan del carácter de realidades físicas. En ellas no hay nada de arbitrario o facultativo... No sucede lo propio con la distribución de la riqueza. Ésta depende tan sólo de las instituciones humanas. Una vez que existen las cosas, la humanidad, individual o colectivamente puede disponer de ellas como le plazca”.*²⁶

STUART MILL distingue en realidad dos compartimentos estancos: el mundo de la producción eficiente, sometido a leyes cuasi-naturales; y el mundo de la distribución, modificable por reformas institucionales. Así se diferencian los dos tipos de leyes: (1) las leyes de producción, que rigen los aspectos económicos de la producción de riqueza, entre ellas, ésta: el mercado y la empresa privada siempre funcionan mejor que el monopolio y la empresa pública; (2) las leyes de distribución de la riqueza: es un problema de justicia conmutativa y distributiva, esencial para la estabilidad y progreso de las sociedades; estas leyes no vienen dadas por la naturaleza sino que son diseñadas por cada sociedad, basándose en el concepto que se tenga del hombre, en la igualdad básica que se quiera defender, en el alcance que se dé al Estado de bienestar. Dichas leyes de distribución quedan al arbitrio del proceso político.

Sin embargo, frente a la afirmación inicial de STUART MILL, que él mismo corrigió posteriormente, las leyes de producción y distribución no son compartimentos estancos. A partir de un cierto grado de redistribución aparecen efectos perversos sobre la producción. Cuando se priva al agente de los incentivos económicos para crear riqueza (como es su apropiación), aparecen fallos en la producción: no compensa trabajar, ni ahorrar, ni prever, ni asumir riesgos, ni crear empleo, ni acumular patrimonio.

Las leyes que realizan la redistribución son básicamente leyes fiscales, pero las leyes que determinan las exigencias fiscales son leyes sociales, que producen gasto público, para cuya cobertura hay que establecer ingresos públicos. Como consecuencia, entre las

²⁶ MILL, S. *Principios de Economía Política*, Libro II. P.5

leyes de producción y de distribución existen interacciones, como puede ser el carácter incentivador o desincentivador de las leyes fiscales y sus límites confiscatorios.

Una de las aportaciones del teorema de COASE, al que nos referiremos más adelante, consiste en que especifica las condiciones en que es posible separar de modo estanco el mercado económico del meta-mercado institucional, permite estudiar las instituciones que favorecen tal segregación y conduce a detallar las mutuas influencias cuando la segregación no se consigue. Antes de exponer el teorema de COASE, como hace ARIÑO, debemos referirnos a la hipótesis de POSNER sobre el análisis económico del mercado legal.

2.3. El análisis económico del derecho

ARIÑO cita a LORD ROBBINS, discípulo de STUART MILL, que destacó la necesaria intervención estatal para establecer el marco legal en el que el mercado pudiera funcionar. En sus conferencias sobre *La teoría de la política económica en la escuela clásica inglesa* (1952), ROBBINS insiste en que el “sistema de libertad económica”, como llamaba a la visión social de los clásicos, no se basaba en la armonía natural de las actividades interesadas de los individuos. Todo lo contrario, el buen funcionamiento del mercado dependía de “*un conjunto de reglas que guiasen y limitasen de tal forma la iniciativa individual, que el residuo de libre acción no dirigida desde el centro llegase a armonizar con los objetivos generales del interés público*”.²⁷

Era necesario un marco legal que encauzase correctamente las actividades, pero nada se decía sobre la posibilidad de analizar económicamente tal necesidad, ni la estructura y organización de tal marco. Es este análisis económico del marco legal el objeto del “Análisis Económico del Derecho,”²⁸ en el que se analizan económicamente los

²⁷ ROBBINS (1952), *La teoría de la política económica en la escuela clásica inglesa*. Lección VI, apartado vi. P.6

²⁸ “Este libro está escrito en la convicción de que la economía es una poderosa herramienta para el análisis de un vasto elenco de cuestiones legales y sin embargo la mayoría de los abogados y estudiantes de derecho —incluso los brillantes— tienen dificultades para conectar los principios económicos con problemas legales concretos. En una asignatura sobre teoría de precios un estudiante aprende qué es lo que le ocurre al precio del trigo cuando disminuye el precio del maíz y al precio de las tierras de pasto cuando sube el precio de la carne de ternera, pero no entiende qué tienen que ver estas cuestiones con la libertad de expresión o los accidentes o el crimen o.... El objetivo de este libro es anclar el debate de la teoría económica en concretas, numerosas y variadas cuestiones legales;(…)”. POSNER, R.: *Economic Analysis of Law*. Fourth Edition (1992). Little, Brown and Compay. P.3

mecanismos de funcionamiento del meta-mercado y se proponen medidas de mejora para que se reduzca la interferencia de las instituciones en el mercado económico.

La posibilidad del análisis económico del marco legal se expone por RICHARD D.POSNER en *Economic Analysis of Law*, en un gran resumen de lo realizado en el análisis del meta-mercado desde 1960. Según POSNER y los autores americanos cuyas obras resume en su libro, el derecho puede ser analizado económicamente porque muchas instituciones jurídicas están construidas sobre una lógica económica. La lógica económica de muchas instituciones jurídicas es el fomento de la eficiencia económica. Naturalmente, habrá muchas instituciones y decisiones jurídicas que, una vez estudiadas con anteojos económicos, resulten no promover la eficiencia. POSNER estudia tal posibilidad cuando se enfrenta con problemas normativos, cuando propone reformas de instituciones existentes para aumentar su eficacia. Sin embargo, POSNER y otras autores de esta escuela siempre analizan las instituciones jurídicas partiendo de la hipótesis de que operan para aumentar la eficiencia del sistema económico que encuadran.²⁹

Ante los fallos del mercado,³⁰ en vez de corregir sus defectos directamente en muchas ocasiones se puede mejorar su funcionamiento corrigiendo los defectos del meta-mercado. En esta labor sirve de guía la hipótesis de POSNER, de que las instituciones jurídicas pueden analizarse económicamente examinando en qué medida fomentan la productividad de la economía. La contribución de los cambios en el meta-mercado se efectúa con la continua redefinición de derechos de apropiación, a medida que cambian las condiciones técnicas de la oferta, o los gustos en la demanda; y también con la

²⁹ DOMÉNECH encuentra que POSNER se ha distanciado de las posiciones a las que llegaron otros autores dentro de esta corriente, caso de KALDOR-HICKS, que defienden que la eficiencia —entendida en un sentido puramente económico, de aumento de la riqueza global, sin referencia a su distribución— debería ser el único objetivo de las normas jurídicas. En *The problems of jurisprudence (1990)*, Harvard University Press, Cambridge. P.375, POSNER reconoce que “la maximización de la riqueza es inherentemente incompleta como guía para la acción social porque no tiene nada que decir sobre la distribución de derechos”. Afirma DOMÉNECH, “Hoy existe cierto consenso entre los juristas-economistas acerca de que las cuestiones distributivas importan. Lo que el Derecho debería maximizar no es la riqueza, sino el bienestar social, que también depende, entre otros factores, de cómo esté repartida la misma”. DOMÉNECH PASCUAL, G.: “Por qué y cómo hacer análisis económico del Derecho”. *Revista de Administración Pública*, n. 195 (2014). P.99-133

³⁰ Como se verá a lo largo de este trabajo el concepto de “fallo del mercado” en un sentido amplio se refiere a deficiencias en el funcionamiento de la competencia en el mercado. En un sentido más preciso y jurídico, es un concepto legal referido a la interdicción de ciertas conductas, incluso con fuertes sanciones de derecho penal, achacables a los particulares que intervienen en el mercado y alteran la competencia.

atribución de los derechos de apropiación de quienes van a emplearlos más productivamente cuando el mercado no pueda llegar a un óptimo espontáneamente porque los costes de transacción son muy altos. No debe olvidarse además que gran parte de la función “productiva” del meta-mercado se realiza de forma espontánea por la costumbre y la jurisprudencia de los tribunales.

Inicialmente, el movimiento “*the economic analisis of law*”, también llamado “*law and economics*” estuvo limitado a áreas como la legislación *antitrust* y la regulación de los monopolios naturales, en un periodo en el que la ciencia económica se centraba en estudios empíricos que requerían datos, en lugar del análisis verbal propio de los juristas. A partir de los años sesenta, con los artículos de CALABRESI “On torts” y especialmente el de COASE sobre los costes sociales, “The problem of social cost”, el movimiento se convirtió en un análisis en profundidad de otras normas e instituciones evaluando su capacidad para ahorrar costes de transacción. En este camino fue definitiva la publicación en 1973 de la obra de POSNER *Economic Analysis of Law*. El movimiento se extendió a áreas en las que no se regulaban relaciones económicas evidentes, como la responsabilidad patrimonial, los contratos y el derecho penal. POSNER incluyó en *Economic Analysis of Law* explicaciones económicas a la propiedad intelectual, contaminación, la regulación del comportamiento sexual, la lucha contra la droga, la transmisión de la propiedad mortis causa, los procedimientos civiles y penales, junto con áreas más tradicionales en esta disciplina como la teoría de los monopolios, las leyes antitrust, tributos, el contrato de trabajo o la legislación sobre sociedades y mercados financieros, entre otros.³¹

Frente al enfoque casi omnicompreensivo de POSNER, ARIÑO postula la utilización del análisis económico del derecho respecto de las normas que regulan la intervención de los poderes públicos en las actividades de producción de bienes y servicios o derecho administrativo económico³², pero afirma que no puede aplicarse a ámbitos jurídicos que

³¹ POSNER, R.: *Economic Analysis of Law*. Fourth Edition (1992). Little, Brown and Company.

³² “En este sentido el análisis económico encuentra un campo muy amplio de aplicación en el Derecho: sobre todo en el Derecho Patrimonial, Derecho fiscal y Derecho Administrativo, excepto los derechos fundamentales” ARIÑO ORTIZ, G. (1999) *Principios de Derecho Público Económico*. Ed. Comares. P.33

carecen de una dimensión económica³³. DOMECHEC, por el contrario, entiende que en esta opinión subyace una tesis antigua que considera que la economía se ocupa sólo de algunas materias o esferas de la actividad humana: de los negocios, la agricultura, el comercio, la industria, los tributos, la producción, distribución y consumo de la riqueza, etc. Cuando hoy se considera mayoritariamente que la economía no limita su campo de atención a determinadas parcelas de la conducta del hombre. La economía estudia la asignación de recursos escasos, y cualesquiera decisiones humanas son susceptibles de ser analizadas por esta ciencia, en la medida en que en prácticamente todas ellas se presenta normalmente el problema de que los medios disponibles para atender ciertos fines son escasos. De hecho, durante los últimos cincuenta años, la economía ha expandido notablemente su ámbito de actuación, y muchos investigadores han analizado desde una perspectiva económica incontables actividades y problemas que antes se veían ajenos a la economía. Entre ellos DOMENCH menciona las explicaciones que se han ofrecido por esta ciencia a la práctica de los piratas, la adicción al tabaco, y la religión. De maneja que también cualesquiera ámbitos jurídicos pueden ser estudiados desde una perspectiva económica y con las herramientas de esta ciencia, pues en todos ellos los hombres aspiran a ver satisfechas diversas necesidades y sólo disponen a estos efectos de recursos limitados que pueden ser utilizados de distintas maneras. Uno de los sellos distintivos del “nuevo” análisis económico del derecho, surgido en la segunda mitad del siglo XX, es precisamente la aplicación de la economía no sólo a las normas que regulan mercados explícitos —que ya se había hecho en décadas anteriores—, sino a todos y cada uno de los sectores del sistema jurídico, a las normas que regulan los daños, los contratos, la propiedad, los delitos y las penas, los procesos, las relaciones familiares, la organización y el funcionamiento de los poderes públicos, etc.^{34 35}

El análisis económico del derecho ha encontrado un grave obstáculo a su expansión, señala ARIÑO, en la mentalidad jurídica tradicional. Los juristas, especialmente los

³³ *Op. cit.* P.33 “Ahora bien, no se puede ser “economicista” ni llegar al imperialismo económico” de algunos como G.BECKER que someten al análisis económico todo tipo de fenómenos como el mercado de estupefacientes, la regulación de la pornografía, la estabilidad del matrimonio, el número de hijos y otras cuestiones semejantes. El análisis sólo puede aplicarse en los fenómenos cuyas dimensiones son económicas, pero no si intervienen otras variables como el amor, las creencias religiosas, etc...”

³⁴ DOMÉNECH PASCUAL, G.: “Por qué y cómo hacer análisis económico del Derecho”. *Revista de Administración Pública*, n. 195 (2014). P.99-133

³⁵ Ejemplos claros de esta expansión son dos best sellers mundiales: LEVITT, S.D y DUBNER, S.J (2009): *Freakonomics*. Harper Collins. New York; y HARFORD, T. (2007): *The undercover economist*. Random House. New York.

dedicados al derecho público, incluyendo los jueces, deberían tender a pensar de una forma más analítico-económica. Se trata de tomar en consideración los grandes conflictos de intereses que se producen en la vida social, no sólo desde una perspectiva principialista, como acostumbran los juristas tradicionales, sino consecuencial: ¿cuáles son las consecuencias —económicas y sociales— que producen las decisiones jurídicas, legislativas y judiciales?³⁶

Por ello critica el hecho de que la formación en la universidad ha sido siempre excesivamente formalista, dogmática y conceptualista. Junto al razonamiento dogmático de la justicia ideal o el razonamiento anclado en la dogmática, en los conceptos, hay que tener un *approach* a los conflictos de intereses en los que se exploren los beneficios (perjuicios) que se obtienen para la sociedad de una decisión u otra. No basta saber qué es la persona jurídica o el dominio público, sino también a qué fines responde y para qué sirve. Con algunas excepciones notorias —derecho de familia, libertades públicas, derechos humanos, penal y procesal— debe afirmarse que el trasfondo del Derecho, el grueso del Derecho, tiene un contenido y unas consecuencias económicas, es en sentido amplio derecho patrimonial. Pues bien; ¿cómo puede elaborarse y formularse al margen del análisis económico?³⁷

Según ARIÑO nos encontrarnos ante un importante proceso de cambio que si bien no derriba el edificio tradicional del Derecho “*exige una adaptación a los nuevos tiempos y un diferente modo de razonar. Se exige, en estos campos, el análisis económico del marco legal, un conocimiento de los intereses en juego y una interpretación teleológica búsqueda del fin —, no conceptualista, de las normas. Ahora bien, este modo de*

³⁶ ARIÑO, G.: “Un nuevo derecho público”. *Expansión*. 27 de julio de 1999.

³⁷ También DOMÉNECH; “*El Derecho público español, en particular, se ha mantenido hasta la fecha prácticamente impermeable frente a esta metodología. No es ya que en nuestros departamentos universitarios apenas podamos encontrar algún despintado adepto —o, si se prefiere decir así, víctima de la moda o peste extranjera— del AED, sino que aquí el desinterés o incluso el desconocimiento alcanzan niveles profundos y están muy extendidos. No hablemos ya de lo que ocurre en Parlamentos, Administraciones, Tribunales y bufetes. Las cosas, sin embargo, quizás están empezando a cambiar. Me parece detectar un incipiente interés, todavía muy minoritario pero creciente, de algunos iuspublicistas españoles por el AED. No sería extraño, pues, que más temprano que tarde empezaran a manifestarse también entre nosotros los mismos prejuicios, malentendidos, rechazos, reticencias, dudas, cuestiones y controversias que invariablemente han acompañado el proceso de implantación, desarrollo y consolidación del AED en otras comunidades jurídicas.*”

DOMÉNECH PASCUAL, G.: “Por qué y cómo hacer análisis económico del Derecho”. *Revista de Administración Pública*, n. 195 (2014). P. 99-133

razonar choca con la mentalidad jurídica tradicional, la que se imparte en las Universidades o la que se refleja en las sentencias de los Tribunales. Hay que revisar y completar la formación, excesivamente formalista, dogmática y conceptualista que las facultades de Derecho o las Escuelas especializadas de postgrado ofrecen hoy a los alumnos. Junto al razonamiento dogmático de una justicia ideal, hay que atender en la resolución de los conflictos que estas leyes suscitan y que pronto llegarán a los Tribunales, a razonamientos consecuenciales, basados en el análisis económico;....”³⁸

Este movimiento sí que está muy extendido en Estados Unidos, donde ha influido en la elaboración de leyes y en la jurisprudencia. Muchos jueces, incluidos POSNER y CALABRESI así como BREYER en el Tribunal Supremo, comparten este método de análisis. La disciplina ha tenido un reconocimiento al máximo nivel, con la concesión del Premio Nobel en Ciencia Económica a GEORGE STIGLER, RONALD COASE, y GARY BECKER³⁹. En Europa, en cambio la situación es otra. El movimiento no comienza hasta los años ochenta, aunque recientemente ha crecido mucho, hasta el punto de que se considera internacional, pero la situación difiere mucho de un país a otro, siendo importante en algunos países (Alemania señaladamente) y prácticamente inexistente en otros como Francia y España, como acabamos de ver.

El sometimiento de las reglas jurídicas al análisis económico ha sido la gran aportación de RONALD COASE.

3. EL SOMETIMIENTO DE LAS REGLAS JURÍDICAS AL ANÁLISIS ECONÓMICO EN COASE

COASE⁴⁰ afirma que, aunque los economistas sostienen que estudian el funcionamiento del mercado, en la moderna teoría económica el mercado tiene un papel incluso más oscuro que el de la empresa. Los libros de texto modernos analizan la determinación de los precios en el mercado, pero la discusión sobre el mercado en sí mismo ha desaparecido. No considera que sea algo extraño. Los mercados son instituciones que existen para facilitar el intercambio, luego existen para reducir el coste de las transacciones. En una teoría económica que asume que no existen costes de transacción,

³⁸ ARIÑO, G.: “Un nuevo derecho público”. *Expansión*. 27 de julio de 1999.

³⁹ Respectivamente, en 1982, 1991 y 1992.

⁴⁰ COASE, R.H.: *The Firm, The Market and The Law*. The University of Chicago Press, 1988. P.7 y ss

los mercados no cumplen función alguna, y es perfectamente razonable desarrollar la teoría del intercambio mediante un elaborado análisis del intercambio de nueces por manzanas en el borde de un bosque o cualquier otro bonito ejemplo. Este tipo de análisis efectivamente muestra porqué hay un beneficio en el comercio, pero no trata los factores que determinan el volumen del comercio o qué bienes son intercambiados. Cuando los economistas hablan de la estructura del mercado no se refieren al mercado como institución sino a cuestiones como el número de empresas, la diferenciación del producto y otras similares. Ignoran totalmente la influencia de las instituciones sociales que facilitan el intercambio.

La creación de mercados, recuerda COASE, es una actividad empresarial con larga historia. En Inglaterra, durante la edad media, ferias y mercados eran organizados por particulares que contaban con autorización del rey. Los organizadores no sólo suministraban las instalaciones físicas de la feria o mercado, sino que también se hacían responsables de su seguridad y de tribunales que resolvían las disputas que pudieran surgir. Ferias y mercados continuaban organizándose en la actualidad, aunque su importancia relativa se ha reducido con el crecimiento del número de tiendas y otros comercios. Con un gobierno que suministra seguridad y un sistema legal más desarrollado, los dueños de los antiguos mercados ya no tienen que asumir la responsabilidad de dotarlos de seguridad o de un sistema legal.

En épocas más recientes, la disminución de la importancia de los antiguos mercados ha sido acompañada por la aparición de nuevos mercados con una importancia en la economía moderna comparable a la de aquellos. Son los mercados de materias primas (*commodity exchanges*) y las bolsas de valores (*stock exchanges*). Formalmente organizados por un grupo de *traders* (miembros del mercado) que poseen o alquilan el recinto físico dentro del que se producen las transacciones. Estos mercados regulan con gran detalle la actividad de quienes operan en ellos (horario en el que se pueden realizar transacciones, qué puede ser negociado, cláusulas de los contratos, etc.) y suministran una maquinaria para resolver disputas e imponer sanciones a quienes infringen las normas del mercado. No deja de ser relevante que en estos mercados, a menudo usados por los economistas como ejemplos de un mercado perfecto y de competencia perfecta, las transacciones están fuertemente reguladas (aparte de la regulación gubernamental

que pueda existir). Lo cual sugiere que normalmente se requiere un intrincado sistema de normas y regulaciones para que pueda existir algo que se aproxime a la competencia perfecta.

Los economistas que observan esta regulación de los mercados asumen frecuentemente que es un intento de ejercer un poder monopolístico dirigido a restringir la competencia. Ignoran o, de alguna manera, son incapaces de encontrar una explicación alternativa a las regulaciones, que existen para reducir los costes de transacción y, por tanto, para incrementar el volumen del comercio. COASE cita a ADAM SMITH: *“El interés de los comerciantes... en cualquier rama del comercio o la industria, es siempre en algunos aspectos diferente y, a menudo, opuesto al interés general. Ampliar el mercado y limitar la competencia es siempre el interés del comerciante. Ampliar el mercado será también frecuentemente el interés general; pero limitar la competencia siempre irá en contra de él...”*⁴¹. La elocuencia y fuerza de las denuncias que hace ADAM SMITH a la regulación destinada a reducir la competencia parecen impedirnos ver el hecho de que los miembros del mercado también tienen interés en la creación de una regulación que amplíe el mercado. COASE cree que la dificultad para apreciar esta segunda cuestión puede ser debida a que ADAM SMITH le prestó poca atención. Pero hay otra razón para el trato insuficiente al papel que la regulación debería tener en la ampliación del mercado; el monopolio y las barreras al comercio como los aranceles de entrada son manejados con facilidad por la teoría del precio normal, mientras que la ausencia de costes de transacción en esta teoría produce el efecto de reducirlos, dificultando su introducción en el análisis.

En la concepción de COASE, es evidente que para su funcionamiento los mercados de hoy en día requieren, además de recintos físicos en los que la compraventa pueda tener lugar⁴², un sistema de normas que regule los derechos y deberes de aquellos que

⁴¹ SMITH, A: *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, vol.1 of The Glasgow Edition of The Works and Correspondence of Adam Smith, ed. R.H. Campbell and A.S.Skinner, text ed. W.B.Todd (Oxford, 1976). P.267

⁴² Esta afirmación, también está desfasada por el progreso técnico. Como hemos visto anteriormente, un concepto auténtico de mercado debe tener en cuenta que a partir de los años ochenta del siglo XX los avances tecnológicos ofrecen una alternativa informática a la centralización geográfica. Algunos autores entienden que hoy el término “lugar” ya no es apropiado para designar mercados que, determinados por su internalización y su informatización, ya no tienen existencia física. Debe admitirse que el mercado se produzca en un lugar virtual, abstracto.

realizan las transacciones en estos recintos. Estas normas pueden ser establecidas por quienes organizan los mercados, como ocurre en la mayoría de los mercados de materias primas (*commodity exchanges*). El principal problema al que se enfrentan los mercados que crean estas normas es la realización de la contratación y el cumplimiento de su normativa. La contratación se facilita en el caso del mercado de materias primas porque los miembros del mercado negocian bajo las mismas premisas y sobre clases de bienes limitadas; y el cumplimiento de su normativa se consigue porque la oportunidad de comerciar en el mercado tiene gran valor y la retirada del permiso para negociar es una sanción lo suficientemente severa para inducir a respetar las normas a la mayoría de los que intervienen. Cuando las instalaciones están dispersas y pertenecen a muchas personas con intereses muy diferentes, como ocurre con los mercados minoristas y mayoristas, será muy difícil crear y aplicar un sistema legal privado. De manera que aquellos que operan en estos mercados han de depender del ordenamiento jurídico estatal.

COASE estudia la influencia del derecho en el funcionamiento del sistema económico.⁴³ Para ello defiende⁴⁴ que sería mejor que en Estados Unidos el uso de los segmentos de frecuencias de radio se otorgará simplemente al que hiciera la puja más alta económicamente, en lugar de ser el resultado de un procedimiento administrativo (con otros presupuestos para el otorgamiento), lo que le permite enunciar los derechos que obtendría el que hiciera la oferta económicamente más ventajosa. Esta cuestión no es considerada por los economistas que ven los factores de producción como unidades físicas. Los juristas, en cambio, habitualmente consideran que lo que se vende y compra es un conjunto de derechos. COASE usó las frecuencias de radio con este enfoque, porque es difícil definir únicamente en términos físicos el derecho a emitir en una frecuencia determinada, especialmente porque lo que se puede emitir en una frecuencia depende del uso que hacen otros de esa frecuencia y de las adyacentes. De manera que no se puede establecer cuanto se pagaría por el uso de una frecuencia determinada salvo

ROUAUD, A. (2010): *Contribution à l'étude de l'opération de marché*. Bibliothèque de l'Institut de Recherche Juridique de la Sorbonne André Tunc. IRJS Éditions. París. P.3

⁴³ COASE, R.H.: *The Firm, The Market and The Law*. The University of Chicago Press, 1988. P.10 y ss y 95 y ss. En este libro se reimprimió el artículo "The Problem of Social Cost" que, inicialmente, había sido publicado en *The Journal of Law and Economics* 3 (October 1960). P.1-44

⁴⁴ COASE, R.H.: "The Federal Communications Commission". *The Journal of Law and Economics* (October 1959): 1-40.

que existan ciertas especificaciones de los derechos de quienes usen o puedan usar esta frecuencia y las adyacentes.

Con “The Problem of Social Cost”,⁴⁵ COASE responde a las críticas de los economistas⁴⁶ a su anterior trabajo (“The Federal Communications Commission”). Entiende que no hay obstáculo en utilizar el mismo sistema que empleó con las frecuencias de radio para analizar problemas que los economistas están más acostumbrados a tratar. Alguien con derecho a construir una fábrica en un solar determinado (y que desea ejercer este derecho) normalmente también querrá preservar ese derecho frente a otro que, por ejemplo, pretenda plantar trigo en ese solar; y si el funcionamiento de la fábrica produce ruido y humo, el dueño de la fábrica deseará tener derecho a hacerlo. El dueño elegirá un lugar determinado para construir la fábrica y la hará funcionar con ruido y humo porque obtendrá mayor rendimiento que en otras localizaciones y con modos de operación alternativos. El ejercicio de estos derechos, por supuesto, impedirá el uso del solar a los agricultores y la tranquilidad y el aire limpio a otros.

Si los derechos a ejecutar determinadas acciones pueden ser comprados y vendidos, tenderán a ser adquiridos por aquellos para quienes tienen mayor valor, ya sea para comerciar o para disfrutar. En este proceso, los derechos serán adquiridos, subdivididos, y combinados para permitir que esas acciones se realicen, lo que produce como resultado un mayor valor en el mercado. El ejercicio de los derechos adquiridos por una persona inevitablemente deniega oportunidades de comercio o disfrute a otros para quienes el precio de adquisición de estos derechos es demasiado elevado. Por supuesto, en el proceso de adquisición, subdivisión y combinación el aumento de valor del resultado, con una nueva constelación de derechos de disfrute, debe ser puesto en relación con los costes de realizar las nuevas transacciones que se necesitan para conseguir esa nueva constelación, y tal reasignación de derechos sólo se llevará a cabo si el coste de las transacciones que se requieren para conseguirlo es menor que el aumento de valor que la reasignación hace posible.

⁴⁵ COASE, R.H.: *The Firm, The Market and The Law*. The University of Chicago Press, 1988. P.10 y ss y 95 y ss.

⁴⁶ En particular COASE se refiere a KITCH E.W., ed., “The Fire of Truth: A Remembrance of Law and Economics at Chicago, 1932-1970”, *The Journal of Law and Economics* 26, no.1 (april 1983): P.220-22.

Este enfoque permite aclarar que analíticamente no hay diferencia entre aquellos derechos que determinan como se usará un solar y aquellos otros que, por ejemplo, permiten la emisión de humo en un lugar determinado. Igual que tener un derecho a construir una fábrica en un solar normalmente otorga también a su titular el derecho a emitir humo en ese lugar, ese derecho a emitir humo en un lugar puede ser empleado para impedir que el humo se emita desde ese sitio (no ejercitando el derecho y no transmitiéndoselo a alguien que lo vaya a ejercer). Cómo se ejercitan los derechos depende de quién sea el titular y de las cláusulas del contrato con el que se adquirieron. Si las cláusulas son resultado de transacciones en el mercado tenderán a hacer que los derechos se ejerciten en la forma en que sean más valiosos, pero sólo después de deducir los costes de dichas transacciones. Los costes de transacción tienen un papel crucial para determinar cómo se usarán los derechos.

COASE entiende que, a pesar de que su artículo “The Problem of Social Cost”, que expresó estas ideas de forma sistemática, fue muy citado y discutido en la literatura económica, su influencia en el análisis económico fue menos beneficioso de lo que había esperado. La polémica se centró en ciertas partes del artículo, particularmente en el denominado “Teorema de Coase”⁴⁷, y se obviaron otros aspectos del análisis, como la cuestión de qué ocurriría en un mundo donde los costes de transacción fueran iguales a cero. Con ello no buscaba describir cómo sería la vida en un mundo así, sino establecer un escenario en el que realizar el análisis y, lo que era incluso más importante, aclarar el papel fundamental que tienen y tendrán los costes de transacción en la conformación de las instituciones del mundo económico. COASE examina dos situaciones, una en la que las empresas son responsables de los daños que sus acciones causan a otros, y otra en la que las empresas no lo son. El ejemplo que empleó COASE con propósitos ilustrativos, muy atacado por sus críticos, era el del ganadero cuyas reses se escapaban y destruían las cosechas de los agricultores vecinos. Considera que con este ejemplo demostró que, si los costes de transacción fueran igual a cero y estuvieran bien definidos los derechos

⁴⁷ “RONALD COASE, en su artículo “The Problem of Social Cost”, aporta una nueva metodología para acercarse a los problemas jurídicos, y para lograr que los dos sistemas de valores en conflicto (libertad, igualdad y justicia, por un lado, y eficiencia, por otro) coincidan. De esta forma COASE —jurista que estudio en la London School of Economics— abre brecha en el conceptualismo jurídico y trata de alumbraar nuevos criterios para solucionar problemas jurídicos de conflictos de intereses de forma que el resultado final para cada parte y para el conjunto de la colectividad sea óptimo eficiente.” ARIÑO ORTIZ, G. (1999) *Principios de Derecho Público Económico*. Ed. Comares. P.22

de todas las partes, la distribución de los recursos sería la misma en las dos situaciones. Pero si el ganadero no fuera responsable por los daños, el agricultor estaría dispuesto a pagar (hasta) el valor del daño para inducir al ganadero a que dejara de causarlo, de forma que para el ganadero continuar su negocio causando daño a la cosecha sería perder la mencionada suma, que se convertiría en un coste de continuar criando ganado. El daño impone el mismo coste al ganadero en las dos situaciones. Sin embargo, este artículo también había señalado un factor que tiene un papel importante y que no habría sido advertido por sus críticos: que si el ganadero debe responder de los daños que cause el ganado, siempre podría negociarse cesar en el cultivo de la tierra o cambiar el tipo de cosecha, si reduce el daño en mayor medida que la pérdida de valor de la cosecha (excluyendo el daño). Además, se pueden tomar otras medidas para reducir los daños, por ejemplo construir una valla cuando es menos costoso que el daño que se intenta impedir. Como consecuencia, *“la disminución del valor de la producción que será tomada en cuenta en los costes del ganadero será inferior al daño que el ganado causaría [en otro caso]”*⁴⁸. La conclusión de COASE fue: *“...el resultado final (que maximiza el valor de la producción) es independiente del sistema legal si se asume que el sistema de determinación de precios no tiene costes”*⁴⁹. Esta conclusión fue formalizada por STIGLER como el “Teorema de Coase”, que expresó de esta forma: *“...en condiciones de competencia perfecta coste privado y coste social serán iguales.”*⁵⁰

Un mundo sin costes de transacción tiene extrañas características. Como dijo STIGLER del “Teorema de Coase”: *“El mundo de los costes de transacción cero resultaría ser tan extraño como un mundo físico sin fricción. Los monopolios serían compensados para que actuaran como competidores, y las aseguradoras no existirían.”*⁵¹ COASE considera que demostró en “The Nature of the Firm” que, en ausencia de costes de transacción, no hay base económica para la existencia de la empresa, y en “The Problem of Social Cost” que, en ausencia de costes de transacción, no importa cómo es la Ley,

⁴⁸ COASE, R.H.: *The Firm, The Market and The Law*. The University of Chicago Press, 1988. [“The Problem of Social Cost”]. P.101.

⁴⁹ COASE, R.H.: *The Firm, The Market and The Law*. The University of Chicago Press, 1988. [“The Problem of Social Cost”]. P.104.

⁵⁰ STIGLER G.J., *The Theory of Price*, 3rd ed. (New York: Macmillan Co., 1966), 113.

⁵¹ STIGLER G.J., “The Law and Economics of Public Policy: A Plea to the Scholars,” *Journal of Legal Studies* 1 (1972), 12.

ya que la gente siempre puede negociar sin costes para adquirir, subdividir, y combinar derechos cuando así incrementa el valor de la producción. Las instituciones que crean el sistema económico en ese mundo no tienen sustancia ni finalidad. Otra de las consecuencias de unos costes de transacción iguales a cero, que normalmente no es apreciada, es que cuando no hay costes de transacción no cuesta nada aumentarlos, de forma que la eternidad puede ser experimentada en medio segundo.

Para COASE no tiene sentido emplear mucho tiempo estudiando un mundo así. Lo que intenta sugerir es que es necesario introducir explícitamente en el análisis económico los costes de transacción positivos, de forma que podamos estudiar el mundo que existe. Este no fue el efecto de su artículo que concentró la polémica casi por completo sobre el “Teorema de Coase”, que era un planteamiento sobre un mundo con cero costes de transacción. Esta respuesta, aunque defrauda, la considera comprensible. El mundo de cero costes de transacción, al que se aplica el “Teorema de Coase” es el mundo del moderno análisis económico, y los economistas por tanto se sienten muy cómodos tratando el problema intelectual que plantea, por lejos que se sitúen del mundo real. También le resulta comprensible que buena parte de la polémica haya consistido en la crítica de su argumento, debido a que, si él tiene razón, el actual análisis económico es incapaz de tratar la mayoría de los problemas que trata de responder. Es difícil que una conclusión tan deprimente sea bienvenida, por lo que es muy natural la resistencia que encontró su análisis. Las objeciones que se oponen al “Teorema de Coase” y a sus argumentos sobre los esquemas impositivos (la parte de su análisis en “The Problem of Social Cost” al que los economistas prestaron mayor atención) no son válidas, carecen de importancia, o no son relevantes. En “Notes on the Problem of Social Cost”⁵² expone las razones por las que piensa que esto es así. En todo caso, considera que la polémica sobre el “Teorema de Coase” está motivada por una situación en la que se asume, explícita o implícitamente, que los costes de transacción son iguales a cero. En realidad, el teorema no es otra cosa que un preámbulo al desarrollo de un sistema analítico capaz de enfrentarse a los problemas que plantea el mundo real de los costes de transacción positivos. En definitiva, su opinión es que esto no se podría hacer hasta que se descartara la aproximación usada por la mayoría de los economistas.

⁵² COASE, R.H.: *The Firm, The Market and The Law*. The University of Chicago Press, 1988. [“Notes on the Problem of Social Cost”]. P.157.

Las anteriores consideraciones de la obra de COASE dan sentido a una realidad del mercado donde efectivamente se negocia, pero el objeto de la negociación no son bienes, como podría parecer en una aproximación inicial, sino los derechos que recaen sobre los bienes, cuyo exacto contenido depende de un cúmulo de factores que van apareciendo en todo el proceso de creación, subdivisión y transmisión de esos derechos.

4. RECAPITULACIÓN

1. No es posible enfocar el estudio de una institución como es la venta en corto operando en un mercado, la bolsa, sin tener en cuenta la existencia de regulación pública que se expresa en una diversidad de normas que abarcan distintas materias.

2. El análisis económico del derecho ofrece una justificación de la “localización” del marco normativo en que se expresa esta intervención pública. De acuerdo con las concepciones propias del análisis económico del derecho, el metasistema legal se superpone al mercado puramente económico, pero son los fines económicos los que requieren que exista, y los que condicionan su operatividad y que, en consecuencia, enjuician la validez de la legislación. El sistema legal será bueno si su existencia y aplicación posibilita los fines económicos. Esta idea es particularmente útil si lo que se analizan son mercados financieros. El análisis de otras instituciones jurídicas, por ejemplo la lucha contra el tráfico de drogas (una de las instituciones estudiada por POSNER⁵³), puede impedir o al menos dificultar aceptar una justificación económica a la regulación legal, en cambio, el análisis de un mercado cuya existencia teóricamente es ajena al derecho estatal pero que en la práctica siempre ha requerido de él para su existencia y funcionamiento, permite analizar la validez de las normas que constituyen su ordenamiento.⁵⁴

3. El análisis de COASE completa lo anterior. El fin económico de los mercados es suprimir o al menos disminuir los costes de transacción. En este sentido, la regulación

⁵³ POSNER, R.A.: *Economic analysis of the law*. Fourth Edition. Ed. Little, Brown and Company. 1992. P.244-247

⁵⁴ Una de las mayores críticas que se han hecho al análisis económico del derecho, y a POSNER como su defensor, es que éste método de análisis no se puede aplicar de forma general a toda la creación y aplicación del derecho, sino únicamente en ciertos casos particulares, señaladamente la elaboración de leyes presupuestarias y tributarias, y en las resoluciones judiciales de controversias con intereses de contenido económico. Por ejemplo, ENGLE, E.: “Law and Economics: Theoretical Puffery, Exaggerated Claims and Counterfactual Models”. *Journal Jurisprudence*, Vol. 2, p.29 (2009) <http://ssrn.com/>

debe perseguir que los mercados efectivamente disminuyan dichos costes, beneficiando a los que intervienen en él.

5. MERCADOS FINANCIEROS

Un mercado financiero es un mecanismo de asignación del ahorro a las necesidades de financiación. El ordenamiento jurídico confía en el mercado para cumplir esa función económica. El mercado es el canal a través del cual el ahorro (patrimonio estático) financia la inversión (patrimonio dinámico), sirve de puente entre el presente y el futuro, permitiendo a los ahorradores convertir sus ingresos actuales en empleos futuros y a los que reciben la financiación hacer lo contrario, emplear ahora lo que ingresarán en el futuro. En este marco se pueden distinguir, desde el punto de vista económico, dos modalidades de asignación del ahorro: una indirecta a través de la banca y otra directa acudiendo al mercado de valores.⁵⁵

Como todos los mercados, el mercado financiero funciona como un procedimiento para que confluyan ofertas y demandas sobre determinados objetos que, en este caso, son los activos e instrumentos financieros, que son derechos patrimoniales que otorgan a sus titulares facultades, principalmente a la remuneración y a recuperar la financiación prestada, frente un tercero que ha recibido una determinada suma de dinero.

La función de asignación del ahorro a la inversión puede hacerse con intermediarios o de forma directa entre quienes ofertan y quienes demandan la inversión (mercados intermediados o no intermediados). El mercado de valores es un tipo de mercado no intermediado, mientras que el mercado de crédito es un típico mercado intermediado en el que se interponen las entidades de crédito entre los depositantes de fondos y aquellos que necesitan de financiación, a los que prestan el dinero depositado. En el mercado de valores la financiación pasa directamente desde quien la ofrece al que la demanda sin intermediación de una entidad de crédito. No obstante, la oferta y la demanda se realizan por medio de entidades que actúan en representación de las partes a las que ponen en contacto, que buscan y localizan “posiciones” que puedan casarse. Desde este punto de vista sí que se podría considerar que el mercado de valores es un mercado intermediado.

⁵⁵ ZUNZUNEGUI, F. (2005): *Derecho del Mercado Financiero*. Ed. Marcial Pons. Madrid. P.22

Los mercados de valores, junto con el de crédito y el de seguros forman el mercado financiero, con ellos se persigue la función económica esencial de canalizar el ahorro a la inversión productiva. Queda patente así la importancia del sistema financiero, sin el que no puede existir un sistema económico eficaz.

La estructura del mercado financiero actual es consecuencia de importantes evoluciones tecnológicas que han sido recogidas en la regulación. El nuevo concepto de mercado se ha extendido a los mercados financieros. *“Algo todavía más claro sucede con los mercados financieros e incluso está sucediendo con mercados de gran dificultad y sofisticación tecnológica como pueden ser los de la electricidad que están apareciendo en el Reino Unido, en los Países Escandinavos y en España. A través de los sistemas de informática y de telecomunicaciones, conseguimos tener mercados al contado donde actúan un gran número de operadores y que, a su vez, permiten desarrollar mercados a plazo y de futuros. En la medida en que se es capaz de aumentar el número de foros en donde se puedan llevar a cabo las transacciones, se multiplica el número de actores. Los mercados siguen desarrollándose en tiempo real o a plazo y siguen sufriendo la volatilidad, pero se ha producido un importante cambio conceptual: los mercados ya no son lugares físicos, son redes, cada vez habrá que pensar más en los mercados en estos términos. Internet y el comercio electrónico están proporcionando soporte tecnológico para que las redes de los mercados se desarrollen a nivel mundial.”*⁵⁶

6. EL MERCADO DE VALORES

6.1. Las bolsas de valores

En los mercados monetarios y de deuda, tanto los gobiernos como las empresas pueden financiarse emitiendo deuda a corto y a largo plazo, con cuya compra los inversores pueden invertir en títulos de renta fija, prestando dinero al Estado o a las empresas. Las empresas, además, tienen otra fuente de financiación, que consiste en recursos propios obtenidos a cambio de sus acciones. La función que cumple una bolsa de valores es crear un mercado ordenado para la emisión de acciones en el que las empresas puedan captar recursos propios, además facilitan a los inversores la compraventa de acciones, con el fin de invertir, cuando lo estimen necesario.

⁵⁶ DE LA CRUZ FERRER, J. (2001): *Principios de Regulación Económica en la Unión Europea*. Instituto de Estudios Económicos. P.45

La bolsa es el mercado en el que se compran y venden acciones. En él concurren inversores, que son los compradores y vendedores, y los intermediarios financieros. Es un mercado abierto a todo tipo de personas e instituciones que concurren libremente y en condiciones de igualdad, adquiriendo productos homogéneos (acciones, todas iguales procedentes de distintos vendedores) cuyos precios se fijan de forma transparente.

En las bolsas históricamente se negociaban toda clase de títulos; acciones, títulos de renta fija (deuda), letras de cambio, contratos sobre mercancías, etc. Desde finales del siglo XIX y principios del XX se fueron convirtiendo en mercados de capitales especializados en acciones y títulos de renta fija, mientras que se creaban mercados de títulos representativos de mercancías, tanto metales como productos agrícolas y ganaderos. Cuando más tarde se crearon los mercados específicos para la renta fija, las bolsas se configuran definitivamente como mercados para la contratación de la renta variable (acciones).

El papel de la bolsa dentro de la economía de cada país es cada vez más importante, por las posibilidades de financiación que ofrece a las empresas, por la importancia que tiene el ahorro para los individuos, y por funcionar como un termómetro del estado de la economía.

6.2. Funciones

Se han distinguido hasta cinco utilidades del mercado bursátil para una empresa, denominadas “creación”, “control”, “combinación”, “compensación”, y “liquidez”.⁵⁷ Su observación permite a la vez apreciar los beneficios que produce el mercado también para los inversores e, incluso, empleados de las empresas cotizadas. Tales beneficios son los que siguen:

1. Creación: El suministro por el mercado de medios para transformar el capital invertido en una empresa en acciones negociables facilita la salida de los inversores de

⁵⁷ LAZONICK, W. y O’SULLIVAN, M.: “Corporate governance, innovation, and economic performance in the EU: final report”. Targeted Socio-Economic Research (TSER) Report to the European Commission (DGXII) under the Fourth Framework Programme, European Commission (Contract no.: SOE1-CT98-1114; Project no: 053) May 2002 (published by EU Socio-Economic Research of the European Commission, December 2004).

las empresas para realizar nuevas inversiones. El mercado de valores anima el flujo de financiación para la creación de nuevas empresas dando una perspectiva de liquidez financiera posterior que induce a un compromiso financiero anterior.

2. Control: Facilitando la venta y la compra de acciones el mercado puede incidir en la concentración o dispersión de los accionistas de una empresa, y de esa forma influir en la relación entre la propiedad de la empresa y el control sobre la disposición de los recursos corporativos.

3. Combinación: El otorgamiento por el mercado del estatus de moneda de cambio a las acciones de la empresa permite que la empresa use sus acciones en lugar de dinero líquido como una forma de pago en las fusiones y adquisiciones. El mercado de valores puede así influir en las condiciones financieras que permiten a una empresa ganar el control estratégico sobre los recursos de otra empresa.

4. Compensación: El otorgamiento a las acciones de la empresa del estatus de moneda de cambio también permite a la empresa usar sus acciones para retribuir a sus empleados, ya sea directamente o, de una manera más criticable, mediante *stock options* (opciones sobre acciones)⁵⁸. El mercado de valores sirve como medio de integración de los trabajadores en la empresa.

5. Liquidez: La liquidez que da el mercado a las inversiones en una empresa, a la vez que limita la responsabilidad de los inversores a la cuantía de su inversión, aumenta las fuentes de financiación de la empresa permitiendo que obtenga más capital, que puede ser usado para amortizar deuda, pagar los gastos de operación o aumentar la caja corporativa. El mercado de valores funciona directamente con una fuente de financiación.

⁵⁸ La crítica viene porque usar las acciones como retribución, por su carácter variable, convierte a su precio en el único interés de los gestores que son así retribuidos, facilitándose las técnicas de gestión que solamente persiguen el aumento del valor de la acción de la empresa, incluso por medios ilícitos.

6.3. El mercado de valores como relación de intercambio

En los manuales de economía política el mercado es tanto un lugar como un conjunto de actores, un sujeto colectivo, una operación y, sobre todo, el encuentro entre la oferta y la demanda.⁵⁹ En estas definiciones es frecuente referirse al mercado como un lugar físico o virtual donde se producen las operaciones y se encuentran los actores, que se caracteriza por ser (1) una relación de intercambio voluntario; (2) fundada sobre los precios; (3) indiferente a las personas que toman parte en el intercambio; (4) y basada en la concurrencia

6.3.1. Relación de intercambio voluntario

La mayoría de las operaciones económicas son “intercambios”, transferencias de bienes entre dos o más personas, según el modelo de la *permutatio* romana, que siguen numerosas relaciones contractuales. Tanto la compraventa como otros contratos onerosos son formas especiales de intercambio. Desde la perspectiva de los intercambios el mercado aparece como una forma específica de organización de las relaciones económicas.

En las sociedades más primitivas los hombres transfieren bienes en virtud de obligaciones determinadas por las relaciones personales y comunitarias que existen entre ellos. La causa de estas transferencias no consiste en una contrapartida determinada en el momento del intercambio sino en una regla colectiva de organización sobre las entregas de bienes. Son auténticas obligaciones sociales ritualizadas que no pueden considerarse contratos unilaterales. En el origen de esa circulación de bienes no se encuentra la libertad contractual sino la regulación típica de las sociedades integradas que rige el conjunto de aspectos de la vida social. En cambio, la libertad de contratación es un principio económico del liberalismo que defiende la posibilidad de concluir toda clase de acuerdos o convenios privados, para la realización de cualquier tipo de obra, proyecto, compraventa, etc. La libertad de contratación, formulación revolucionaria a

⁵⁹ TAMAMES identifica el mercado con: Contratación pública en paraje destinado al efecto y en días señalados//Sitio público destinado permanente o en días señalados para vender, comprar o permutar géneros// Plaza o país de especial importancia o significación en un orden comercial cualquiera. TAMAMES, R. (1993): *Diccionario de Economía*. 6ª Edición. Alianza Editorial S.A. Madrid. P.275

finales del siglo XVIII y comienzos del XIX, significó el dismantelamiento del sistema de gremios, de ciertos monopolios reales y de la tasación de precios.⁶⁰

El mercado como sistema económico se opone al sistema económico que se basa en la redistribución, caracterizado por una organización de los intercambios centralizada y jerárquica, en la que los actores deben entregar sus recursos, o al menos una parte de ellos, a una autoridad central que procede a redistribuirlos entre los miembros de la comunidad. Es un modelo de organización económica que corresponde tanto a antiguas formas de organización de la sociedad como a las economías centralizadas planificadas, al Estado providencialista y también a las sociedades mercantiles. Dentro de estas instituciones los partícipes no deciden individualmente qué es lo que dan y qué es lo que reciben. Por contraste, generalmente se considera que el mercado se basa en la libertad de los intercambios.

Esta diferencia entre los dos sistemas tiene una consecuencia jurídica importante. Mientras que la redistribución se basa en principios y normas generales, el mercado se basa en los contratos. El acuerdo de voluntades expresado en los contratos es el instrumento jurídico para la realización de intercambios descentralizados y libremente consentidos. El mercado bursátil queda formado a partir de las relaciones contractuales nacidas dentro de mercados reglamentados.

Ahora bien, aunque todo mercado está basado en los contratos, no todo contrato requiere del mercado. El mercado se forma sobre relaciones de intercambio voluntario en las que se excluye la consideración de la personalidad de las partes, de modo concurrencial y en él el precio tiene un papel central.

6.3.2. Fundada sobre los precios

Hemos visto antes como para los economistas el mercado es, entre otras cosas, un sistema de coordinación por el precio. El mercado se contrapone a otras organizaciones cuyo funcionamiento se basa en la aplicación de reglas de conducta. Las sociedades mercantiles constituyen una forma de organización de los intercambios económicos que

⁶⁰ *Op.Cit.* P.258.

es alternativa y eventualmente complementaria del mercado, en cambio, el Estado es un instrumento de organización de la economía opuesto al mercado.

El precio es la relación cuantitativa entre las prestaciones intercambiadas. Dentro del mercado, esta relación debe poder variar para permitir el ajuste de oferta y demanda. En un sistema de economía de mercado, los cambios en los precios constituyen el mecanismo básico que rige la asignación de recursos.⁶¹ Para que el precio pueda ser definido como un cociente, es necesario que las prestaciones intercambiadas contractualmente estén a nombre de dos sujetos y que sean cuantificables o, al menos para uno de ellos, contables. Si del contrato sólo nace una prestación es un contrato unilateral y, evidentemente, no hay un precio. Pero si el número de prestaciones intercambiadas es superior a dos es imposible no definir un precio.

Jurídicamente esto significa que los contratos sobre los que reposa el mercado (bursátil) son acuerdos simples y no acuerdos complejos. Implica también que las prestaciones contractuales deben estar reducidas a la transferencia de propiedad de un bien identificado y cuantificable. La materialización de las prestaciones permite que el mecanismo de mercado se despliegue en plenitud. La incorporación de los derechos de los accionistas sobre bienes homogéneos (los valores mobiliarios) es una condición de la existencia y del buen funcionamiento del mercado bursátil.

6.3.3. Indiferente a las personas que toman parte

La relación de intercambio en el mercado está determinada esencialmente por el precio del que depende el consentimiento de las partes. La personalidad de las partes es indiferente, sólo cuenta la relación de intercambio y no la relación personal entre los que intercambian. El mercado reposa sobre intercambios fundamentalmente impersonales. Hay por ellos una oposición entre la lógica del mercado y la de los contratos *intuitu personae*. En el derecho de contratos, es perfectamente legítimo hacer de la personalidad de un contratante un elemento determinante del consentimiento. En principio la libertad contractual se aplica no sólo al contenido de los contratos sino a la persona de los contratantes. En cambio, desde la perspectiva del mercado las características de las personas son ajenas a las prestaciones que se intercambian. El

⁶¹ *Op.Cit.*, P.334

derecho no solamente puede admitir ciertas discriminaciones (notablemente en derecho de la concurrencia), sino que puede favorecer o imponer, la interposición de personas que aseguren el anonimato de la transacción. Para que sea legítimo no prestar atención a la situación personal de los contratantes, es necesario que la seguridad económica de la transacción esté garantizada. Si jurídicamente la ejecución de un contrato depende más de una institución que de la solvencia de las partes, es posible tener por indiferente la situación patrimonial e incluso la honestidad de las partes contratantes. Es esta precisamente la situación que tiende a producir la organización de mercados reglamentados.

Por otra parte, para que una relación contractual pueda existir, es necesario que cualquier oferta sea susceptible de ser contratada por cualquier demandante. Esto requiere que los bienes comprados y vendidos por diferentes personas tengan desde su punto de vista las mismas características. Esta condición está perfectamente asegurada por la fungibilidad de los valores mobiliarios. El hecho de que no importe que cualquier persona pueda adquirir acciones corresponde a la condición de libremente negociables de los títulos que emiten las sociedades cotizadas. Por ello el mercado reglamentado corresponde perfectamente a la definición estricta del mecanismo de mercado.

Dentro del mercado, no solamente la consideración de la persona no debe ser determinante, sino que ésta no debe tener un papel en la formación del contrato. Ciertos dispositivos jurídicos y prácticos asumen el anonimato de las negociaciones. Los consentimientos del comprador y vendedor no se encuentran directamente. Las órdenes de bolsa son intenciones de intercambio con una existencia autónoma de las relaciones entre los emisores de las órdenes. Son transmitidas y puestas en relación por la mediación de los miembros del mercado.

6.3.4. Basada en la concurrencia

La existencia de una pluralidad de vendedores y compradores en el mercado permite que contribuyan conjuntamente a formar la oferta y demanda de la que resulta el precio. Es la concurrencia, una característica esencial del mercado que lo contrapone al contrato que se forma bilateralmente, en el que el precio es únicamente resultado del encuentro entre dos voluntades, cuya fijación no resulta de una situación económica ajena a las

partes. La concurrencia requiere de la intervención de un tercero que rompe la dualidad e introduce una dinámica exterior a la negociación bilateral. Conduce a las partes a concluir el intercambio más favorable a los respectivos intereses. Produce, en definitiva, el precio al que las partes están dispuestas a contratar.

El pensamiento histórico y económico ha desarrollado dos teorías diferentes sobre la concurrencia y dos modelos de relación de mercado.

Los economistas de la Escuela Austriaca⁶² definen la concurrencia como un proceso por el que los actores (empresarios, comerciantes) ponen en relación ofertas y demandas que sin ellos no se encontrarían. También han desarrollado una teoría del mercado descentralizado, animado por una categoría de personas que desempeñan un papel original y determinante. El precio de mercado tiene la forma de una horquilla entre el precio de compra (el ofertado) y el precio de venta (el demandado). El primero debe lógicamente ser inferior al segundo para que la operación tenga sentido. La diferencia entre los dos es el beneficio que obtiene el intermediario y que, precisamente, le motiva a comerciar. Esta concepción del mercado reproduce la estructura del derecho mercantil que considera a los comerciantes una categoría especial de personas que desempeñan principalmente una función de intermediarios y que se mueven por la obtención de un beneficio. Esta concepción del mercado reposa sobre las reglas del derecho civil y del derecho mercantil, y en él se favorece el desmantelamiento de obstáculos reglamentarios en las relaciones comerciales y el dinamismo de los empresarios, que se benefician de la conquista de nuevos mercados, de la instauración de nuevas relaciones comerciales.

Esta primera lógica del mercado no afecta a la esencia del mercado bursátil, y, en cambio, permite comprender algunos de sus aspectos y apreciar la lógica comercial puesta en práctica por los actores del sector de los servicios financieros. Los intermediarios financieros buscan desarrollar nuevos instrumentos (instrumentos

⁶² Se denomina así el conjunto de la obra de fundamentalmente tres economistas que se sucedieron en la misma Cátedra de la Universidad de Viena: Carl Menger (1840-1921), que aportó a la ciencia económica la teoría de la utilidad marginal; Friedrich von Wieser (1851-1926), que formuló la idea del coste de oportunidad; y Eugen von Böhm-Bawerk, autor de "Capital e interés". A Ludwig Edler von Mises y a Friedrich A. von Hayek se les considera como continuadores de la escuela, y a su vez enlace con la Escuela de Chicago. TAMAMES, R. (1993): *Diccionario de Economía*. 6ª Edición. Alianza Editorial S.A. Madrid. P.177

financieros innovadores) y nuevos sistemas (sistemas alternativos de negociación) para poner en relación a los ahorradores con quienes demandan capital. Estas innovaciones financieras no se producen sin incidentes sobre la cotización, debido a que son las determinan en gran medida el valor en bolsa de la sociedad. Por ello las lógicas comerciales presentes en los mercados financieros pueden perjudicar la cotización y al mercado bursátil. La dinámica mercantil puede resultar paradójicamente contraria al funcionamiento de mercado, pero esta paradoja desaparece si se considera que existe una segunda lógica del mercado.

El modelo de mercado que sirve de referencia a la mayoría de los economistas no es el mercado descentralizado y reticular de los economistas austriacos, sino el modelo de mercado centralizado y circular desarrollada por LÉON WALRAS,⁶³ quien presentó la bolsa de París de su época como el mejor ejemplo de su modelo teórico de mercado.⁶⁴ En el mercado bursátil los compradores y vendedores de valores mobiliarios no se encuentran directamente y, sin embargo, los intercambios que realizan se producen en un único proceso. Para ello deben pasar por la intermediación de un agente especializado, miembro del mercado, que recibe órdenes de compra y venta con los precios buscados por cada uno de los que interviene y que anuncia para obtener el precio en el que se ajustan las cantidades ofertadas y demandadas, de modo que el precio permita el intercambio de la mayor cantidad posible de bienes. Este tipo de mercado se caracteriza por su carácter explícitamente centralizado, y en él el precio debe ser idéntico para todos los oferentes y todos los demandantes. La unidad del lugar de intercambio permite la comunicación concurrencial, con o sin la mediación del

⁶³ LÉON WALRAS. Economista francés (1834-1910), se le considera como el fundador, junto con PARETO, de la Escuela de Lausana, difusora del marginalismo. Su aportación fundamental a la ciencia económica es la teoría del equilibrio general, según la cual todas las demandas interrelacionadas constituyen un conjunto coherente de relaciones. TAMAMES, R. (1993): *Diccionario de Economía*. 6ª Edición. Alianza Editorial S.A. Madrid. P.427

⁶⁴ WALRAS presenta una teoría que explica el encuentro de ofertas y demandas que dan lugar a la formación de los precios, que no son el resultado de la concurrencia de las voluntades de los intercambiadores sino que son producidos por el mercado. En *Éléments d'économie politique pure* el proyecto de WALRAS consiste en elaborar una teoría matemática de las relaciones económicas en la que no toman parte consideraciones morales ni decisiones humanas. Según él, dentro de una economía concurrencial, las cosas se intercambian entre ellas, no son los hombres los que intercambian bienes y servicios. Esta representación ha perdurado durante mucho tiempo y explica que, después de WALRAS, en la doctrina económica mayoritaria la cuestión de las modalidades y de las condiciones de reencuentro en el mercado ha sido abandonada en beneficio de la cuestión de las condiciones y las características del equilibrio económico.

miembro del mercado. El mercado bursátil es un mercado esencialmente walrasiano que tiende a la formación en la bolsa de una cotización única en un momento determinado.

Condición de la unidad de precios es la centralización de los intercambios o al menos de las intenciones de intercambio. Son las normas de derecho las que organizan la centralización de las órdenes y su confrontación sistemática.

Como consecuencia, el mercado bursátil se presenta como una relación de intercambio voluntario, indiferente a la personalidad de las partes que intervienen, y fundado sobre la concurrencia de precios.

6.4. Mercados de valores y análisis económico del derecho

6.4.1. Mercado y derecho

El mercado y el voto no son más que dos formas de organizar las decisiones colectivas: las nuevas formas de participación y de gobierno están por inventar. La idea según la cual el mercado y la propiedad privada permiten coordinar y utilizar eficazmente (bajo ciertas condiciones) la información y competencias de millones de individuos es una idea clásica, que se encuentra tanto en SMITH como en HAYEK, ARROW o DEBREU. La idea según la cual los mecanismos de voto constituyen otro modo eficaz de agregar la información (y más generalmente ideas, reflexiones etc) que cada uno tiene es también muy antigua: se remonta a CONDORCET.⁶⁵

Desde una perspectiva de análisis económico del derecho, el análisis conjunto del mercado y del sistema legal está justificado en que el funcionamiento de los mercados y el sistema legal no pueden considerarse separables. Como la información es el elemento clave en el correcto funcionamiento del mercado, su estudio y el de la normativa legal es también clave.

⁶⁵ PIKETTY, T. (2013): *Le capital au XXI siècle*. Éditions du Seuil. P.937-938

Las bolsas de valores se caracterizan, como otros muchos mercados, por una tendencia a crear información asimétrica.⁶⁶ Si el inversor no tienen posibilidad de distinguir las acciones valiosas de las que no lo son nos encontramos en lo que desde AKERLOF (1970)⁶⁷ se conoce como “el mercado de limones”,⁶⁸ en el que todos los bienes que se ofrecen se valoran igual. En un mercado de coches usados donde los compradores no pueden distinguir aquellos que están en buen estado de los que no lo están, puede producirse un efecto adverso de selección que conduce a la desaparición del mercado o a que sólo se venda el producto de peor calidad. En este mercado de coches usados el propietario que decide vender su coche tiene una buena idea de su calidad debido a que lo ha usado durante un tiempo. En cambio, un comprador no puede conocer la diferencia entre un coche bueno y otro malo. Los compradores sólo saben la probabilidad de conseguir un buen coche (q) y la probabilidad de obtener un limón ($1-q$). En un mercado así los buenos coches están infravalorados y los “limones” sobrevalorados.

La información asimétrica en la bolsa de valores perjudica la eficiencia en la formación de los precios y, como consecuencia, al interés general detrás del correcto funcionamiento del mercado, al transferir recursos a las oportunidades de inversión menos buenas. Estas asimetrías en la información a veces son inherentes pero otras pueden ser evitadas, función que puede desempeñar el derecho. Para conseguir la necesaria simetría en la información, o la menor asimetría posible, cabe aumentar la

⁶⁶ “Algunas de estas asimetrías en la información son inherentes: un individuo se conoce naturalmente a sí mismo mejor que nadie; una empresa puede obtener en el proceso de negociación información que otros desconocen sobre la empresa que le suministra; el dueño de un automóvil conoce naturalmente sus defectos mejor que nadie (....) Aunque las asimetrías en la información son inevitables, su extensión y consecuencias dependen de cómo se estructura el mercado, y el conocimiento de que se producirán afecta a la conducta en el mercado. Por ejemplo, uno de los descubrimientos importantes de los trabajos en esta área muestra cómo las asimetrías en la información conducen a mercados estrechos o inexistentes (AKERLOF [1970])”. STIGLITZ J. E., “Information and the Change in the Paradigm in Economics”. Prize Lecture December 8, 2001, at Aula Magna, Stockholm University. http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2001/stiglitz-lecture.html

⁶⁷ AKERLOF, G. (1970): “The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism”. *Quarterly Journal of Economics*, vol.84. P.488-500

⁶⁸ En Estados Unidos un limón (*lemon*) es una mala inversión. Una inversión en la que el beneficio obtenido ni siquiera se acerca al esperado, y en la que es más que probable que se acabe perdiendo parte o todo el capital invertido. Las malas inversiones pueden estar relacionadas con mala administración del dinero, factores económicos, fraudes financieros, o simplemente mala suerte. El ejemplo más conocido y común de *lemon* está en el mercado de coches usados, donde vehículos defectuosos o en malas condiciones son comprados y vendidos por el comprador sin tener un conocimiento previo del verdadero estado del vehículo. Sin embargo, en Estados Unidos existe una regulación destinadas a proteger a los consumidores que compren un vehículo defectuoso, que se conocen como “Lemon Laws” <http://www.investopedia.com/terms/l/lemon.asp>

regulación del mercado, creando o aumentando las obligaciones que tienen los partícipes de hacer pública información (*mandatory disclosure rules*)⁶⁹. Este tipo de intervención es necesaria, pero la intervención reguladora sobre el mercado bursátil debe ser más amplia, debe diseñar unos objetivos y aprobar y aplicar la legislación más apropiada según los fines económicos perseguidos.

6.4.2. La regulación del mercado de valores en Posner

POSNER⁷⁰ estima excesiva la regulación del mercado bursátil (por la SEC, en el caso que él estudia), aunque también afirma que la eficiencia del mercado de valores no es casual y que éste mercado no funcionaría correctamente sin regulación.

La regulación del mercado de valores se basa en parte en una creencia errónea sobre la gran depresión de los años 30, consistente en que el crac bursátil de 1929 sería el resultado de una fiebre especulativa fraudulenta y otros abusos, y en consecuencia también la causa de la depresión que siguió: *post hoc ergo propter hoc*⁷¹. POSNER cree que el fuerte declive de las cotizaciones es más probable que sea el resultado de la expectativa de un declive en la actividad económica que la causa del declive. Lo cual sugeriría que el crac probablemente no era tanto el resultado de abusos en el mercado de valores como una anticipación de la depresión.⁷²

Según este planteamiento, POSNER cree que se puede ser escéptico sobre los aspectos de la regulación de los mercados de valores que están diseñados para prevenir otro crac como el de 1929, tales como la obligación de que las nuevas emisiones de acciones serán vendidas con un folleto que debe ser enviado a la SEC para que lo revise, y se asegure que contiene toda la información (incluyendo la negativa) que considere que es material para inversores.

⁶⁹ En capítulos posteriores volveremos sobre las normas que obligan a divulgar información.

⁷⁰ POSNER, R.A.: *Economic analysis of the law*. Fourth Edition. Ed. Little, Brown and Company. 1992. P.444-448

⁷¹ “después de esto, por lo tanto, a consecuencia de esto”.

⁷² POSNER, no obstante, reconoce que el mercado de valores pudo haber contribuido a la severidad de la depresión. Al efecto cita a GORDON, R. y WILCOX, J.: “Monetarist Interpretations of the Great Depression: An Evaluation and Critique”, en *The Great Depression*. Ed.Karl Brunner.1981.

Los mercados de capitales son competitivos, y los mercados competitivos crean información sobre los productos que en ellos se venden. La información que recibe el consumidor del producto no siempre es completa o precisa, sin embargo puede esperarse que el mercado de capitales cree una información abundante y precisa de las nuevas emisiones debido a la presencia de intermediarios sofisticados situados entre emisor y comprador; de compradores también sofisticados, como los fondos de inversión, fondos de capital riesgo y fondos de pensiones; y de muchos analistas financieros empleados por las firmas de intermediación y por servicios independientes de asesoramiento a las inversiones.

El complejo lenguaje legal y contable en el que están redactados los folletos hace que no tengan mucho valor para los compradores no sofisticados. Tampoco es obvio que los requerimientos de información impuestos por la SEC aumenten el flujo de información. La SEC limita el flujo de información comunicado por los emisores cuando limita sus esfuerzos al folleto y adopta una visión restrictiva de lo que debería ser incluido en un folleto.

Otro gran objetivo de las leyes sobre el mercado es reducir la especulación sobre las acciones. Sin embargo, también en la venta de acciones la especulación sirve para el saludable propósito de permitir el rápido ajuste de los precios a los valores actuales. El especulador es un ansioso buscador de acciones infravaloradas y sobrevaloradas, la información que descubre se difunde rápidamente a través del mercado (la rapidez con que la información se extiende en el mercado de valores es la principal razón por la que es tan difícil mejorar la consistencia del mercado) lo que permite a otros inversores ajustarse rápidamente a las condiciones cambiantes que ha descubierto.

La ley es contraria a la especulación cuando baja el mercado. Por ejemplo, prohíbe la venta de acciones en corto en un precio inferior que el precio más reciente al que la acción ha sido negociada, esta opción normativa recuerda la antigua práctica de castigar al portador de malas noticias. Alguien que vende una acción en corto —la vende a precio de mercado en la esperanza de que el precio de la acción baje de manera que pueda comprarla cuando deba entregarla por menos del precio al que la vendió—, perderá dinero a menos que haya previsto correctamente la disminución del precio de la

acción. Pero no puede crear la disminución de los precios. La posición legal sobre la venta en corto es particularmente sorprendente a la vista de la preocupación por evitar el pánico en el mercado. En la medida en que la venta en corto se limita, los declives del mercado son probablemente más pronunciados. Las ventas en corto son una señal de que algunos inversores creen que las acciones que se están vendiendo en corto están sobrevaloradas. Esta señal facilita rápidos y continuos ajustes de las condiciones, disminuyendo el precio de la acción.

7. LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

7.1. La regulación como constante

Se ha puesto de relieve por FERNÁNDEZ FARRERES⁷³ que en las dos últimas décadas los profundos cambios registrados, consecuencia de los procesos liberalizadores y privatizadores de la economía y de los grandes servicios públicos, así como la reconfiguración de las funciones que las Administraciones Públicas están llamadas a cumplir, fruto de un entendimiento distinto de la posición del Estado respecto de la sociedad, han propiciado, en efecto, la aparición de otros modos o formas de actuar que no siempre son susceptibles de identificación con alguno de esos tipos o categorías ideales de actuación (policía, fomento o servicio público). De este modo, las tradicionales categorizaciones se han puesto en cuestión, dando entrada a otras, como es el caso de la ahora llamada “actuación o actividad regulatoria” de la Administración. Se ha dicho, a este respecto, que *“el Estado regulador y garante es la mejor expresión del nuevo orden de relaciones entre el Estado y la sociedad”, de manera que “las potestades de conformación de las actividades privadas y públicas que se reservan a la Administración, deben resistematizarse alrededor de la idea de regulación”* (S.MUÑOZ MACHADO). Un concepto ése (“regulación”) que no se debe identificar sin más con la mera producción de normas, sino que va más allá, al englobar el conjunto de acciones de seguimiento de las actividades privadas.

La intervención regulatoria en la economía se basa en que el mercado no es naturalmente eficaz, pero esta característica del mercado es conocida desde antiguo y desde siempre también ha tenido una respuesta gubernamental, que en las últimas

⁷³ FERNÁNDEZ FARRERES, G. (2014): *Sistema de Derecho Administrativo II*. Edición: 2ª. Editorial: Cizur Menor, Navarra: Civitas. P.68-69

décadas únicamente ha cambiado en intensidad y en algunas de las formas que adopta. ARIÑO,⁷⁴ como hemos visto antes, considera una teoría o ideal la ordenación natural de la economía que es contradicha por la realidad de su funcionamiento, SÁNCHEZ ANDRÉS,⁷⁵ por su parte, resalta como en teoría en la mayoría de los sectores económicos, una vez alcanzado un grado suficiente de competencia no sería necesaria una regulación ulterior, por lo que parte de la doctrina jurídica y económica sostiene que bastaría con liberalizar el tráfico mediante la introducción de verdadera competencia allí donde los operadores y otros profesionales preferirían situaciones de dominio del mercado para que la economía funcionara razonablemente bien. La liberalización reduciría posibles abusos del poder económico, dificultaría el desarrollo de prácticas oligopolísticas e impediría el disfrute absoluto de las rentas de un monopolio. Como consecuencia de esta orientación las denominadas habitualmente industrias reguladas (banca, bolsa y seguros) serían la excepción que confirmaría la regla general contraria, aplicándose la regulación económica únicamente a situaciones incorregibles de monopolio natural⁷⁶ o bien en aquellos otros supuestos en los que ni siquiera una competencia libre es bastante por sí sola para poner remedio a las externalidades negativas.

En la práctica, el estudio del derecho comparado no valida dicha situación. En todos los países y organizaciones políticas supranacionales, el intervencionismo en la economía es intenso y constante, como queda reflejado en la infinitud de normas de todos los rangos que se dictan, y alcanza a toda la economía y no sólo a las industrias reguladas tradicionales (banca, bolsa y seguros). Esta injerencia produce, además, distorsiones sobre el ordenamiento jurídico al provocar que se difuminen las fronteras entre el derecho público y el privado y, sobre todo, altera el sistema general de fuentes del derecho, por la preponderancia que en este sistema adquieren los actos administrativos.

Los abusos en la regulación la alejan de su verdadera función, de soporte de un sector de la economía al que se superpone un ordenamiento jurídico creado para que exista y funcione. SÁNCHEZ ANDRÉS encuentra un segundo gran defecto en el aparato

⁷⁴ ARIÑO ORTIZ, G. (1999) *Principios de Derecho Público Económico*. Ed. Comares. P.10 y ss

⁷⁵ SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (2008) “Doctrina General de la Regulación”, en *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*. Thomson-Civitas. Madrid. P. 54-143

⁷⁶ Se habla de monopolio natural con referencia a aquellos servicios públicos cuyo funcionamiento exige que ciertas actividades las desarrolle una sola empresa en todo el mercado. TAMAMES, R. (1993): *Diccionario de Economía*. 6ª Edición. Alianza Editorial S.A. Madrid. P.287

regulatorio, que es la asociación indiscriminada entre la noción jurídica clásica del servicio público y el llamado por los economistas “monopolio natural”, que es una categoría progresivamente desdibujada en su campo de actuación.

En cuanto al servicio público, a la hora de definirlo en un sentido restrictivo, GARRIDO FALLA,⁷⁷ siguiendo a JORDANA DE POZAS, señala que, frente a la actividad administrativa por vía de coacción o mediante medidas de fomento, existe una actividad de prestación dirigida a proporcionar utilidad a los particulares, que viene impuesta cabalmente por razones de interés público. El interés público no sólo justifica la actuación administrativa por vía de coacción o de fomento, sino que puede exigir que la Administración aparezca como titular de una actividad fundamental consistente en proporcionar bienes y servicios a los administrados. Este tipo de actividad estatal supone una ruptura del Estado contemporáneo con el anterior Estado abstencionista cuya única misión era la de asegurar el orden público mediante una función de policía, dejando la satisfacción de otras necesidades de la colectividad al libre juego de las fuerzas sociales. Desde la mitad del siglo XIX a nuestros días el incremento de esta actividad autónoma puede calificarse de impresionante. Si bien en esta evolución se descubren etapas de acuerdo con la naturaleza de los servicios que sucesivamente va asumiendo.

POSNER,⁷⁸ en cuanto al concepto de monopolio natural, entiende que no se refiere al número de vendedores en un mercado sino a la relación entre la demanda y la tecnología con la que ésta es satisfecha. Si toda la demanda dentro de un mercado puede ser satisfecha a menor coste por una sola empresa suministradora en lugar de dos o tres, ese mercado es un monopolio natural, con independencia del número real de empresas que operen en él. Si en un mercado así hay más de una empresa, o bien las empresas rápidamente desaparecerán en fusiones y quiebras hasta que sólo quede una, o la producción del bien continuará consumiendo más recursos de los necesarios. En el primer caso la competencia desaparece, en el segundo produce resultados ineficientes. Por ello la competencia no es un mecanismo regulatorio viable en condiciones de monopolio natural. De manera que, para obtener un resultado satisfactorio se consideran necesarios controles directos: control sobre los beneficios, precios intervenidos, calidad

⁷⁷ GARRIDO FALLA, F. (2003): “¿Crisis de la noción de servicio público?”, en *Estudios de derecho público económico: libro homenaje al prof. Dr. D. Sebastián Martín-Retortillo*. Ed. Civitas. P.441 y ss.

⁷⁸ POSNER, R. (1999): *Natural monopoly and its regulation*. 30th anniversary edition with a new preface by the author. Cato Institute. P.1

del servicio, extensiones y abandonos del servicio y de las fábricas de producción, incluso autorizaciones para entrar en el mercado. Este tipo de controles se han aplicado [en USA] principalmente a las empresas suministradoras de gas, agua y electricidad, en la que se conoce como “*public utility regulation*”, y a los suministradores de transporte público y de servicios de telecomunicaciones, en la que se conoce como “*common carrier regulation*”, todos los cuales son referidos por POSNER como “*regulation*” o “*public utility regulation*”.

Lo que se plantea POSNER es si el monopolio natural da una justificación adecuada a la imposición de controles regulatorios. Como se ve, lo contrario de lo que hemos expuesto. POSNER concluye que no. Afirma que se exageran los males de los monopolios, que es muy cuestionable la efectividad de su regulación, y que la regulación es muy cara.⁷⁹ Por lo que considera que los esfuerzos gubernamentales deberían estar dirigidos a otros problemas que verdaderamente pueden depender de la acción del gobierno y que no pueden ser dejados para su resolución al sector privado, como sí deben quedar los monopolios.

En SÁNCHEZ ANDRÉS el mercado de valores está incluido en los conceptos tradicionales de monopolio natural y servicio público. En el primero, por tratarse de una infraestructura física cuya correcta puesta en marcha y funcionamiento excede de la capacidad de los particulares. En el segundo, porque muchos de los servicios que se prestan en el mercado de valores son de interés general, por ejemplo las actividades de compensación y liquidación, la contratación en masa etc.⁸⁰ POSNER no incluye los

⁷⁹ Hasta la obra de TIROLE, premio Nobel de economía en 2014, los reguladores antimonopolio solían recurrir a la fijación de precios máximos o a la prohibición de cooperación entre los competidores. Las recetas maximalistas, en su opinión, no siempre responden a las necesidades del mercado: la limitación de los precios puede ocasionar ganancias excesivas y la cooperación entre empresas no es mala “per se”, ya que puede resultar socialmente beneficiosa, como en el caso de las patentes. Sus propuestas, por tanto, van más allá, al proponer una regulación específica para cada sector económico. <http://www.abc.es/economia/20141014/abci-tirole-francia-nobel-201410132147.html>

⁸⁰ Frecuentemente se obvia la consideración del mercado de valores como servicio público, pero la omisión de esa denominación no hace que deje de existir la intervención pública que ha continuado y aumentado; “*Este abandono de la calificación de servicio público se enmarca, en efecto, en una amplia reordenación de la economía iniciada en la última década. Un proceso que, entre otras consecuencias, ha supuesto la despublificación de las más importantes actividades serviciales reservadas al sector público, aunque —conviene ya resaltarlo— no haya determinado —todo lo contrario— un menor intervencionismo público. Se trata, pues de articular nuevas forma de intervención, más de ordenación que de gestión pública, lo que, a su vez, da cuenta del fenómeno añadido de la privatización del sector público empresarial —un fenómeno calificable como auténtica desamortización industrial— que ha acompañado a la despublificación de los sectores serviciales gestionados directamente por el Estado.*” FERNÁNDEZ FARRERES, G. (2003): “El concepto de servicio público y su funcionalidad en el Derecho Administrativo de la nueva economía”. *Revista de derecho administrativo*, n. 18. P.7-21

mercados de valores dentro de los monopolios naturales. No obstante, se incluyan o no en los monopólicos naturales, lo relevante es que en los mercados de valores siempre han existido una intervención regulatoria.⁸¹

7.2. La regulación como necesidad

También en SÁNCHEZ ANDRÉS es una utopía la existencia de una edad de oro o tiempo exento de reglas imperativas, en el que la autonomía contractual primero, el *laissez faire* a continuación y la *free enterprise* después se habrían encargado de asegurar el funcionamiento espontáneo de la vida económica y social, creando de paso progreso y desarrollo.

Hemos hecho referencia a que en todos los países y épocas el intervencionismo en la economía es intenso y constante, como queda reflejado en la infinitud de normas de todos los rangos que se dictan y alcanzan a toda la economía, incluidos los mercados de valores. Pero la necesidad de esa regulación para un mejor funcionamiento de la economía no excluye multitud de excesos y errores de diverso tipo. Especialmente graves son los abusos en la regulación de los mercados, frecuentemente dotada de una urgencia y finalidad *ad casum*. Siguiendo nuevamente a POSNER,⁸² el efecto que produce la aversión a la incertidumbre de la inversión y el consumo da una razón más por la que el gobierno debería evitar (aunque con el debido respeto al coste de no intervenir) hacer cosas durante una depresión que hagan más incierto el entorno económico. Pero esto es más fácil de decir que de hacer. Acosar a los ejecutivos limitando bonus u otras compensaciones, someterlos a nuevas normas, y cambiar las reglas del juego que afectan a las garantías de los acreedores en las quiebras aumenta la incertidumbre. Pero, como en la depresión de 1930, las medidas que reducen la confianza de los empresarios pueden aumentar la confianza de los consumidores si éstos culpan a los empresarios de su mala situación, e interpretan las medidas contrarias a las empresas como una evidencia de que el gobierno combate la depresión atacando su origen. Esta podría ser la razón por la que el gobierno [de Estados Unidos] enfatizó como la causa de la depresión la toma de riesgos por los bancos por encima de los

⁸¹ SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (2008) “Doctrina General de la Regulación”, en *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*. Thomson-Civitas. Madrid. P.60

⁸² POSNER, R. A. (2010): *The crisis of capitalist democracy*. Cambridge: Harvard University Press. P.301-302

errores del gobierno; otra razón sería que una confesión de la incompetencia gubernamental afectaría a la confianza de la gente en la habilidad del gobierno para salir de la depresión. Pero sin lugar a dudas, las principales razones son las políticas, y el efecto neto de culpar a los bancos es casi con seguridad retardar la recuperación.

7.3. Desregulación y neorregulación

FERNÁNDEZ FARRERES señala que siendo cierto que la idea de servicio público no constituye una noción unívoca y sí un concepto muy debatido por la doctrina jurídica, sujeto a distintas elaboraciones y utilizado en diversos momentos históricos con muy distintas finalidades, no lo es menos que la reconducción de determinados sectores de actividades socioeconómicas a la órbita del poder público se ha instrumentalizado sistemáticamente a través de la técnica del servicio público.⁸³

En cambio, la tendencia a la desregulación que se aprecia en las legislaciones occidentales (al menos hasta el inicio de la crisis de 2007-8) es en realidad, y especialmente al referirnos a los mercados financieros, un fenómeno más complejo que una mera privatización de servicios antes públicos. Es una política dirigida a reducir el sector público en favor de la propiedad privada, y a sustituir unas regulaciones imperativas por mecanismos correctores de la libre competencia (regulación) y el recurso al autocontrol (autorregulación) de los operadores.

Las posturas más extremas, quizá a la vista de los resultados de la crisis económica, afirman que la desregulación ha tenido un papel crucial en la inestabilidad experimentada por Estados Unidos y en muchos otros países. *“Dar rienda suelta a las grandes empresas, y sobre todo al sector financiero, favorecería los intereses, más cortoplacistas, de los ricos; estos utilizaron su peso político y su gran capacidad de condicionar las ideas para forzar una desregulación, primero en las compañías aéreas y otros sectores del transporte, después en las telecomunicaciones y, por último, y con un enorme peligro en las finanzas.”*⁸⁴ Sin embargo la cuestión parece planteada en otros términos, como afirma GARRIDO FALLA citando a ENTRENA CUESTA, es un error entender que la privatización y desregulación son conceptos que se postulan

⁸³ FERNÁNDEZ FARRERES, G. (2003): “El concepto de servicio público y su funcionalidad en el Derecho Administrativo de la nueva economía”. *Revista de derecho administrativo*, n. 18. P.7-21

⁸⁴ STIGLITZ, J.E (2012): *El precio de la desigualdad*. Taurus.P.142

mutuamente; por el contrario, es la privatización la que exige mayor regulación, ya que ésta es su correctivo necesario.⁸⁵ La desregulación no es un redescubrimiento del mercado como solución a todo, sino una nueva regulación, en la que las normas que regularon el sector de una determinada manera son sustituidas por otras que vuelven a regularlo en forma distinta.

Consecuencia necesaria de la falta de eficacia práctica del *laissez faire* es que el mercado no resulta capaz por sí sólo de resolver todos los problemas con los que se enfrenta. Aunque tienen cierto fundamento de verdad, tampoco son totalmente ciertas las doctrinas que afirman que la desregulación es el factor que erradicaría las ineficiencias, al eliminar las reglas absurdas que impedían a las empresas los comportamientos racionales que rigen la vida económica.

Aparte del temor a los abusos y arbitrariedades de los reguladores, relacionado con la forma de actuar, la inactividad o la desidia en sus funciones, son dos los factores principales que contribuyen a la desconfianza frente a la regulación que muestran las actitudes críticas hacia ellas. El menos importante es el “mito de la edad de oro”, en la que los mercados no habrían estado regulados por el Estado y funcionaban libre y eficazmente. El más importante de estos dos factores es el que tiene que ver con la eficiencia, planteando el análisis del coste beneficio, introducido por economistas y adoptado como metodología por los seguidores del análisis económico del derecho. El planteamiento consiste en que la regulación es un fenómeno costoso, con frecuencia ineficiente, y que incluso puede llegar a favorecer a aquellos que ocupan y explotan posiciones de privilegio dentro del mercado. Sin embargo, son más importantes los argumentos en favor de una regulación impuesta por autoridades externas precisamente en interés de la eficiencia.^{86 87}

En esta línea, probablemente extremando los planteamientos, STIGLIZ estima demostrado que los mercados por sí solos no son eficaces ni estables, y que tienden más a acumular la riqueza en manos de unos pocos que a promover la competencia. Sus trabajos revelarían que las políticas de gobiernos e instituciones son propensas a

⁸⁵ GARRIDO FALLA, F. (2003): “¿Crisis de la noción de servicio público?”, en Estudios de derecho público económico: libro homenaje al prof. Dr. D. Sebastián Martín-Retortillo. Ed. Civitas. P.444

⁸⁶ SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (2008) “Doctrina General de la Regulación”, en *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*. P. 54-143. Thomson-Civitas. Madrid.

⁸⁷ Vid. POSNER, R. (1999): *Natural monopoly and its regulation*. 30th anniversary edition with a new preface by the author. Cato Institute. P.1

acentuar esta tendencia, influyendo sobre los mercados en modos que favorecen más a los más ricos que al resto. Democracia e imperio de la ley quedarían debilitados por la cada vez mayor concentración del poder en manos de los más privilegiados. Por eso los seguidores de STIGLIZ consideran su obra una crítica contundente a las ideas del libre mercado y a la dirección que Estados Unidos y muchas otras sociedades han tomado durante los últimos 30 años.⁸⁸ STIGLIZ afirma que, las que etiqueta como “políticas fundamentalistas del mercado” que identifica con el “neoliberalismo”, no se basan en una comprensión profunda de la teoría económica moderna, sino en una interpretación ingenua de la economía, basada en los supuestos de una competencia perfecta, de unos mercados perfectos y de una información perfecta.^{89 90}

SÁNCHEZ ANDRÉS se sitúa, en cambio, con quienes afirman que la clave última del tema es que se trata de un movimiento pendular, o una sucesión de ciclos buenos y malos, que se produce con exigencias desreguladoras para no perder oportunidades de negocio en la fase alta del ciclo económico (euforia *bull market* o fiebres especulativas), mientras que, por el contrario, las solicitudes de regulación reaparecen en momentos de crisis económica (el equivalente al descarrilamiento de los trenes privatizados) y los mercados entran en fase *bear*, momento en que desde distintas instancias se clama por los que últimamente se denominan “mercados eficientes”.⁹¹

⁸⁸ Con motivo de la actual crisis económica estas ideas han sido recuperadas en una nueva obra; STIGLITZ, J.E (2012): *El precio de la desigualdad*. Taurus.

⁸⁹ *Op.cit.* P.13

⁹⁰ Respecto de la información: “durante más de cien años, los modelos económicos se han centrado en aquellos en los que la información era perfecta. Por supuesto, todo el mundo asumía que la información era de hecho imperfecta, pero la esperanza, siguiendo la afirmación de MARSHALL de que “*Natura non facit saltum*” era que las economías en las que la información no era demasiado imperfecta serían muy similares a las economías en las que la información era perfecta. Uno de los mayores resultados de nuestra investigación fue mostrar que esto no era cierto; que incluso una pequeña cantidad de información imperfecta puede tener un profundo efecto en la naturaleza del equilibrio.” STIGLITZ J. E., “Information and the Change in the Paradigm in Economics”. Prize Lecture December 8, 2001, at Aula Magna, Stockholm University. http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2001/stiglitz-lecture.html

⁹¹ SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (2008) “Doctrina General de la Regulación”, en *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*. Thomson-Civitas. Madrid. P. 54-143.

7.4. El papel de la autorregulación

La autorregulación, afirma ESTEVE PARDO, es sin duda el fenómeno más innovador y pujante que se registra en torno al ordenamiento jurídico en la última década y del que ya no puede prescindirse en la teoría de fuentes del Derecho administrativo. Inicialmente se crea en un ámbito estrictamente privado, con efectos circunscritos a las relaciones entre particulares que crean normas que requieren la previa aceptación de los sujetos privados y que no son exigibles más allá de este círculo de sujetos que conviene en su aceptación. Pero desde finales del siglo pasado la autorregulación supera ese marco originario para situarse en nuevas dimensiones, la más destacada es que determinadas expresiones de procesos de autorregulación (normas técnicas, protocolos de actuación, códigos de conducta, etc.) se están incorporando al ordenamiento jurídico, adquiriendo así la condición de normas de derecho objetivo, de obligada observancia y que se toman como referencia también por los poderes públicos, Administraciones y Tribunales.⁹²

Las peculiaridades de la autorregulación en los mercados son evidentes para ZUNZUNEGUI.⁹³ La complejidad de los mercados financieros y de los productos que en ellos se ofrecen supera la capacidad de los reguladores nacionales, creando la necesidad de que la industria financiera y sus asociaciones participe en la ordenación del mercado, de manera que son los Estados y los organismos internacionales los que están asumiendo los estándares y las mejores prácticas de la industria financiera, que mediante esta “autorregulación regulada” transforma la regla privada en norma pública.

Este tipo de autorregulación adopta diversas modalidades, comprendiendo desde los códigos de conducta de la industria a reglas técnicas o de mejores prácticas profesionales. ZUNZUNEGUI cita como ejemplo de autorregulación regulada la de la Unión Europea, en la que se reconoce que ciertas prácticas del mercado pueden quedar excluidas de la aplicación de las normas de prevención del abuso de mercado. En el derecho de la Unión Europea abundan remisiones a las “prácticas del mercado aceptadas” para delimitar la conducta que deben mantener en el mercado intermediarios y operadores. Parece ser que esta asunción se basa en que desde el punto de vista de la eficiencia de la regulación y de su adaptación a las cambiantes condiciones del mercado

⁹² ESTEVE PARDO, J. (2014): *Lecciones de derecho administrativo*. 4ª ed. Marcial Pons. P.83-84

⁹³ ZUNZUNEGUI, F., “Bolsa y mercados financieros. Sobre la regulación internacional del mercado financiero tras la crisis subprime”, *Revista de contratación electrónica*, n.º 93. Mayo 2008.

es inadecuado fijar en la norma legal la conducta que los operadores deben mantener en el mercado.

Se opta por reconocer las prácticas aceptadas en el mercado como criterio delimitador de la actuación que se debe mantener. Dichas prácticas deben ser aceptadas por el regulador atendiendo al mejor funcionamiento del mercado. Según el CESR,⁹⁴ esta remisión refleja el hecho de que las características de cada mercado pueden diferir, de tal modo que una práctica en concreto, puede ser apropiada para un mercado pero inapropiada para otro en el que las condiciones son diferentes. Para determinar las prácticas que van a resultar exceptuadas del abuso de mercado, hay que tener en cuenta el punto de vista de todos los participantes en el mercado, incluidos los consumidores. No puede admitirse que la industria, que es una de las partes de la relación, imponga su conducta a la otra, a los consumidores, como parte más vulnerable. Por esta razón, para reconocer prácticas de mercado excluidas del régimen del abuso de mercado habrá que atenderse a intereses que trasciendan los de la industria, como son los derivados de la protección de los inversores y del buen funcionamiento del mercado.

Concluye ZUNZUNEGUI que con el sistema de “autorregulación regulada” se puede disponer de mejor regulación, que adapta la norma a las especificaciones de cada uno de los mercados. Como consecuencia práctica, la CNMV, siguiendo estas previsiones de derecho comunitario, ha reconocido que los contratos de liquidez, destinados a comprar y vender acciones de un emisor con el objetivo de favorecer la liquidez y la regulación de la cotización de sus acciones, cuando cumplen determinados requisitos establecidos por la propia CNMV quedan excluidos de la prohibición legal de manipulación de mercado. Esta medida se justifica en la exposición de motivos de la Circular de la CNMV que aprueba la medida en que la falta de liquidez de las acciones constituye un inconveniente para el adecuado funcionamiento del mercado y puede perjudicar a inversores e intermediarios.

⁹⁴ El Centro por los Derechos Económicos y Sociales, organización fundada con el fin de trabajar exclusivamente en la defensa de los derechos económicos, sociales y culturales.
<http://www.cesr.org/article.php?id=429>

8. FINES Y EFECTIVIDAD DE LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

8.1. Los fines

El concepto de regulación es de naturaleza política, económica, sociológica y jurídica, de donde deriva su carácter eminentemente interdisciplinario, su condición dinámica y evolutiva, dada la apertura e interacción de los diferentes sistemas —incluido el jurídico— a los que pertenecen las actividades reguladas, su complejidad, que ha llevado últimamente, para superar la forma tradicional de regulación en su versión *command-and-control*, a la discusión sobre la posibilidad y la naturaleza de las influencias entre sistemas, la existencia de un derecho reflejo permeable a esas influencias, el papel de las instituciones procedimentales como garantes de la continuidad del Estado democrático constitucional, la necesidad de una actitud responsiva del regulador, la autorregulación y la llamada regulación privada.⁹⁵

Como explica DE LA CRUZ FERRER⁹⁶ con cita a otros autores, la expresión anglosajona “*regulation*” aplicada a la economía equivale al derecho administrativo o derecho público económico continental, aunque con una perspectiva más amplia puede incluir la autorregulación realizada entre particulares. Siguiendo las políticas públicas de liberalización de la economía, el término anglosajón de regulación se ha incorporado al acervo jurídico continental. En una primera aproximación, la regulación se ocupa de analizar el Derecho en una perspectiva dinámica, en cuanto proceso de elaboración, aprobación y aplicación de las normas jurídicas o de actos o contratos con eficacia normativa.

Generalmente se considera que la regulación en los mercados financieros, no sólo de los mercados de valores, debe estar diseñada para alcanzar determinados objetivos claves, entre los que se incluyen: (a) la seguridad y solidez de las entidades financieras, (b) mitigar el riesgo sistémico, (c) la transparencia y eficiencia de los mercados⁹⁷, y (d) la

⁹⁵ DEL GUAYO CASTIELLA, I. (2012): “La regulación económica como alternativa”, en *Regulación económica: lecturas escogidas*. 1ª edición. Aranzadi. P.191

⁹⁶ DE LA CRUZ FERRER, J. (2001): *Principios de Regulación Económica en la Unión Europea*. Instituto de Estudios Económicos. P.125

⁹⁷ “La transparencia es, sin lugar a dudas, la característica de más difícil cumplimiento en este tipo de mercado [bursátil] (...) La transparencia informativa es, así pues, condición sine qua non para que este

protección de los consumidores e inversores. Sin embargo, estos amplios objetivos, aun siendo importantes, no toman en consideración un factor adicional, que ha llegado a ser considerado crítico en cualquier sistema regulatorio para que funcione bien; la mínima carga regulatoria conseguida mediante la eficiencia y la eficacia.^{98 99}

SÁNCHEZ ANDRÉS¹⁰⁰ también enuncia en forma más sintética los objetivos de la intervención pública en la regulación de los mercados financieros. Para ello parte del que considera el hecho incontestable de que la intervención reguladora existe, guste o no, de manera que no puede hablarse de mercados financieros regulados y no regulados, porque los segundos nunca han existido, y entiende que si hay una característica específica de los mercados financieros es su carácter regulado. Los mercados financieros siempre han estado dotados de un ordenamiento jurídico, característica que aparece sistemáticamente en la Historia y, en la actualidad, además, destaca por su profusión, por incluir gran cantidad de normas y materias.

Partiendo por tanto de la existencia de regulación, SÁNCHEZ ANDRÉS entiende que se trata de determinar qué objetivos persigue, pero estos son obvios y han sido identificados por otros autores a los que cita¹⁰¹: la protección del inversor, y la prevención y fomento de la competencia.

mercado pueda cumplir con una de sus funciones, tal vez la más importante: la canalización del ahorro de los inversores con objeto de financiar la actividad económica en condiciones de liquidez, seguridad y rentabilidad.” BETANCOR, A. (2009): “La Comisión Nacional del Mercado de Valores como administración independiente”, en *Derecho de la regulación económica*. MUÑOZ MACHADO S., (director de la colección). II. *Mercado de Valores*. JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, A. (director). P.187-188

⁹⁸ “The structure of financial supervision. Approaches and Challenges in a Global Marketplace.” Informe elaborado por: The Group of Thirty. 1726 M Street, N.W., Suite 200 Washington, D.C. 20036 Tel: (202) 331-2472 Fax: (202) 785-9423 www.group30.org email:info@group30.org

⁹⁹ El Grupo de los Treinta se crea en 1978, como una entidad internacional privada benéfica compuesta de representantes de los sectores público y privado y de la universidad. Su objetivo es aumentar la comprensión de cuestiones económicas y financieras internacionales, explorar las repercusiones internacionales de las decisiones adoptadas en el sector público y en el privado, y examinar las posibilidades disponibles para quienes intervienen en el mercado y para los poderes públicos. También se ha introducido en el debate político en algunas cuestiones de importancia mediante la publicación de informes especiales. Cuando el Grupo considera que sus objetivos pueden ser alcanzados con un trabajo más detallado, establece grupos de estudio o comités, que pueden incluir a miembros del grupo con otros que no lo son. www.group30.org

¹⁰⁰ SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (2008) “Doctrina General de la Regulación”, en *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*. Thomson-Civitas. Madrid. P.54-143

¹⁰¹ HOUTHAKKER HENDRIK S. y WILLIAMSON P.J. (1996): *The Economics of Financial Markets*. Oxford University Press. P.283 y ss.

La regulación normativa de los mercados financieros intenta precisamente que se respeten ciertos elementos cuya existencia permite que exista la libre concurrencia que la vida económica no produce espontáneamente.

Si el elemento esencial en el funcionamiento del mercado es la información, en su tratamiento confluyen los fines de protección del inversor y garantía de la libre concurrencia en el mercado. La existencia de una regulación tiende a evitar los defectos de una información que sin ella no es suficiente ni adecuada.

En España el art.13 LMV recoge los anteriores fines *“Se crea la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a la que se encomiendan la supervisión e inspección de los mercados de valores y de la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan en el tráfico de los mismos, el ejercicio sobre ellas de la potestad sancionadora y las demás funciones que se le atribuyen en esta Ley.*

La Comisión Nacional del Mercado de Valores velará por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores asesorará al Gobierno y al Ministerio de Economía y Hacienda y, en su caso, a los órganos equivalentes de las Comunidades Autónomas en las materias relacionadas con los mercados de valores, a petición de los mismos o por iniciativa propia. Podrá también elevar a aquéllos propuestas sobre las medidas o disposiciones relacionadas con los mercados de valores que estime necesarias. Elaborará y dará publicidad a un informe anual en el que se refleje su actuación y la situación general de los mercados de valores.”

La legislación española, al igual que todas las de nuestro entorno, parte de la formación de precios correctos es posible por la existencia de mercados suficientemente competitivos, de funcionamiento público y regidos por la ley de la oferta y la demanda. Con un mercado así se consigue también la finalidad de protección del inversor. En estas legislaciones se considera que la formación correcta de los precios no es resultado espontáneo de las solas fuerzas del mercado, sino que el mercado ha de estar regulado, sometido a la tutela de un organismo regulador o autoridad de vigilancia y supervisión

al que se dota de potestades regulatorias y sancionadoras precisamente para hacer que el sistema funcione adecuadamente.

Estas legislaciones regulan los mercados de valores para tutelarlos, convirtiendo el modelo económico de mercado (libre mercado) en un auténtico “bien jurídico protegido” cuya consecución se basa en cuidar principalmente la exactitud de los precios.¹⁰² El mercado es al mismo tiempo protección y bien jurídico protegido. Sin Estado no puede existir un mercado que necesita que existan determinados derechos: propiedad privada y libertad de empresa,¹⁰³ a contratar, libertad de asociación, y la correspondiente protección de estos derechos, que únicamente puede ser garantizada por el ordenamiento jurídico estatal.¹⁰⁴

En esta concepción, que creemos ajustada a la realidad, el mercado no sólo nace por la actuación del derecho, sino que su existencia y función esencial de crear precios ciertos sólo puede continuar mediante la adecuación del ordenamiento.^{105 106}

¹⁰² SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (2008) “Doctrina General de la Regulación”, en *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*. Thomson-Civitas. Madrid. P.54-143.

¹⁰³ “Con todo, si la ordenación jurídica del sistema económico en general, y de los servicios despublicados en particular limita la libertad de empresa, ésta, como derecho subjetivo constitucional, también impone límites a esa ordenación. Contralímites resultantes de las propias garantías jurídicas del ejercicio de la libertad de empresa, por lo que resulta necesario ponderar el grado de intervención que constriña con mayor o menor intensidad esos dos atributos básicos de la libertad de empresa que son la autonomía privada de decisión y la libre competencia y que conforman el contenido esencial infranqueable para el propio legislador.” FERNÁNDEZ FARRERES, G. (2003): “El concepto de servicio público y su funcionalidad en el Derecho Administrativo de la nueva economía”. *Revista de derecho administrativo*, n.18. P.7-21

¹⁰⁴ Sobre la ponderación como método de escrutinio de las decisiones estatales restrictivas de la libertad y la inconstitucionalidad de las medidas restrictivas que no sirven a la realización de un interés general, dentro del sistema constitucional español, ver PAZ-ARES RODRÍGUEZ C. y ALFARO ÁGUILA-REAL J. (2003): “Ensayo sobre la libertad de empresa”, en *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Luis Díez-Picazo*. Civitas. P. 5971-6040

¹⁰⁵ No obstante, como hemos venido haciendo referencia ni mucho menos toda intervención reguladora está justificada o simplemente se puede excluir de errores de diseño o ejecución: “La presión sobre el gobierno para que “haga algo” que prevenga la repetición del colapso financiero es irresistible, incluso si “algo” es cerrar la puerta del establo después de que los caballos se hayan escapado, cerrándola con tanta violencia que derriba el establo (...)” POSNER, R. A. (2010): *The crisis of capitalist democracy*. Cambridge: Harvard University Press. P.335

¹⁰⁶ HUERTA DE SOTO explica la consecuencia de las políticas expansivas del crédito sobre la bolsa, donde se aprecia la aparición de fines ajenos a la protección del mercado; “Los primeros síntomas de crisis bursátil asustan mucho a los políticos, responsables económicos y público en general, siendo habitual que se produzca un clamor general a favor de expandir otra vez el crédito en la medida necesaria para mantener y consolidar los altos índices bursátiles. Se piensa, con error, que el elevado nivel alcanzado por el precio de los títulos es una manifestación de la buena “salud” de la economía y que, por tanto, ha de hacerse todo lo posible para evitar que la bolsa se desplome. Y es que no se quiere entender, ni por el público ni por la mayoría de los especialistas, que la caída de la bolsa es el primer aviso de la inevitabilidad de la crisis y que los índices bursátiles no pueden mantenerse inalterados, salvo mediante nuevas dosis de crédito que tan sólo lograrían retrasar la crisis a costa de hacer mucho más grave la recesión cuando aparezca. ”

8.2. La efectividad de la regulación

En el análisis de las insuficiencias o fracasos del mercado como justificante de la intervención pública ARIÑO termina; *“no se puede sin más, concluir que los fallos del mercado justifican la actuación gubernamental si al mismo tiempo no se hace un análisis de los “fallos del Gobierno”, tema al que ha dedicado su atención en los últimos años la escuela de la Public Choice. Una de sus principales conclusiones es que el proceso político conduce en ocasiones a una asignación de recursos absolutamente ineficiente, que las luchas entre los grupos del mercado político son iguales o peores que las tensiones del mercado económico, que muchos de los llamados “servicios sociales” son puros instrumentos de captación electoral, que los grupos burocráticos y sindicales a través de los cuales se “redistribuye riqueza” son los verdaderos beneficiarios de ésta y que solamente en algunas circunscripciones o Estados nacionales en que por su dimensión o su tradición es posible acudir a la vía del referéndum, las decisiones responden realmente a la conveniencia de la mayoría. Por el contrario, cuando se otorgan plenos poderes a las mayorías de representantes, ninguna garantía hay de decisiones “justas”... ”*¹⁰⁷. La consecuencia de todo ello para este autor es que *“el Gobierno en abstracto no es sin más la solución. Hay que concretar un poco más y preguntarse: ¿cuál es el tipo de actuación gubernamental, dentro de los posibles, que resultará el más adecuado para corregir los fallos del mercado?”*¹⁰⁸

Se asume que la regulación de los mercados está justificada porque un mercado no regulado no es capaz de producir un entorno acorde con el interés público expresado en los diversos fines u objetivos antes mencionados que justifican esa intervención. Además, una regulación que incorpora estos fines necesita también ser ella misma efectiva, ha de que reducir realmente las ineficiencias que causan los fallos del mercado contra los que se dirige. Se debe considerar también que los costes directos e indirectos que produce la regulación de un eventual fallo del mercado pueden ser superiores a los beneficios. La regulación ha de ser eficiente, si no es así las intervenciones públicas no

HUERTA DE SOTO, J. (2011): *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*. Quinta Edición. Unión Editorial. P.363-364

¹⁰⁷ ARIÑO ORTIZ, G. (1993): *Economía y Estado: crisis y reforma del sector público*. Marcial Pons. P.49-50

¹⁰⁸ *Op.cit.* P.50

son un resultado mejor que el fallo del mercado. Entre los costes de esas intervenciones públicas se encuentran los de aplicar la regulación y vigilar su cumplimiento, así como las posibles consecuencias no queridas de la regulación y su potencial efecto como una barrera a la innovación. En suma, la regulación de los mercados financieros se considera generalmente justificada si (1) se dirige a corregir fallos del mercado, (2) es efectiva en hacerlo, (3) sus beneficios exceden los costes que causa.¹⁰⁹

SÁNCHEZ ANDRÉS entiende que la forma que adopta la regulación de mercados oscila entre la autorregulación, por los propios operadores, y la regulación pública, o por autoridad externa, aunque no se puede decir que exista una autorregulación o regulación pública pura, sino más bien mayor o menor grado de intensidad en una mezcla de ambas. Pero, con independencia de la opción por una u otra, o la mayor intensidad de una u otra, ambos tipos de regulación deben cumplir tres condiciones: (1) resultar susceptible de cumplimiento forzoso, (2) objetivos bien definidos, y (3) no ha de ser innecesariamente complicada.

(1) Susceptibilidad de cumplimiento forzoso. En esencia el cumplimiento de la regulación debería producirse por vinculación moral de los interesados, sin necesidad de la intervención de nadie más. La práctica demuestra que es necesaria cierta presión colectiva para su cumplimiento, por la necesidad derivada de pertenecer a un grupo de cuyos integrantes no sólo se espera que cumplan las normas sino que exigen a los demás integrantes su cumplimiento, y, sobre todo, por la intervención de terceros dotados de potestades para hacer cumplir la norma (jueces y organismo reguladores de los mercados). En este último sistema se despliegan diversos medios para imponer el cumplimiento de las normas: vía administrativa, vías judiciales penales y civiles.

(2) Los objetivos bien definidos son el centro de toda regulación, tienen naturaleza política, en cuanto a su definición, y técnica, en cuanto a los medios para lograrlos, pero la distinción es difusa debido a que un mismo fin puede alcanzarse por distintos medios, en cuyo caso habrá que elegir el más conveniente según las circunstancias concurrentes. El regulador se encontrará con que estos objetivos están establecidos directamente en la legislación que debe aplicar, o bien puede que ésta los delega en él. En cualquiera de los

¹⁰⁹ “The structure of financial supervision. Approaches and Challenges in a Global Marketplace.” Informe elaborado por: The Group of Thirty. 1726 M Street, N.W., Suite 200 Washington, D.C. 20036 Tel: (202) 331-2472 Fax: (202) 785-9423 www.group30.org email: info@group30.org

casos parece necesario que el regulador tenga un buen conocimiento del sector o industria que regula y de las técnicas de regulación.

(3) La regulación no ha de ser innecesariamente complicada, ha de ser todo lo clara posible. Aunque la complejidad de una materia tiende a hacer complicada su regulación.¹¹⁰

La venta en corto es una actividad desarrollada en los mercados financieros en la que no aparecen circunstancias que justifiquen unos objetivos o condiciones de regulación distintos de los que se han mencionado. Más adelante nos referiremos a los fallos del mercado que generalmente se asume que justifican la regulación de las ventas en corto: (1) información incorrecta y (2) abuso de mercado.

¹¹⁰ SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (2008) “Doctrina General de la Regulación”, en *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*. Thomson-Civitas. Madrid. P.54-143.

**CAPÍTULO II. LA BOLSA ESPAÑOLA. ESTRUCTURA Y
FUNCIONAMIENTO**

1. EL MODELO ANGLOSAJÓN

La tendencia mundial constante durante las últimas décadas ha sido la expansión del modelo de bolsa anglosajón que ha dotado a la mayoría de las bolsas de similares características. En este modelo, la bolsa se estructura como una institución privada con forma de sociedad mercantil que pertenece a los denominados “miembros del mercado”, que son los intermediarios financieros que operan en ese mercado. Puede ser intermediario financiero todo el que cumpla los requisitos establecidos por la normativa estatal que regula la bolsa.

El mercado bursátil español también ha seguido esta tendencia como resultado del cambio producido por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, que trató de adecuar la tradicional estructura bursátil española a un entorno más dinámico y competitivo.

2. LA LEY 24/1988, DE 28 DE JULIO, DEL MERCADO DE VALORES

2.1. Antecedentes

La Bolsa de Madrid fue fundada por Real Decreto de 21 de septiembre de 1831, después se fundaron las bolsas de Bilbao en 1890, Barcelona en 1915 y en 1970 la de Valencia. El mercado bursátil español quedó caracterizado por su fragmentación; la contratación de valores tenía lugar de forma aislada e inconexa en alguna de las cuatro bolsas. Otra característica relevante era que los únicos miembros del mercado autorizados para operar en bolsa eran los denominados agentes de cambio y bolsa. En relación con esta característica, se distinguía entre bolsas anglosajonas y latinas (caso de las españolas), las primeras eran creadas por los propios empresarios y las segundas por una decisión del poder político, de suerte que mientras que en las primeras la intervención pública

sólo vendrá en un momento posterior y como algo añadido, en las segundas, las latinas, se contó en todo momento con una organización y una regulación imperativas.¹¹¹

El mercado bursátil español experimenta un cambio sustancial con la vigente Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Según la exposición de motivos, la ley respondía a la necesidad de una reforma global del mercado de valores puesta de manifiesto repetidas veces en los años que precedieron por los múltiples problemas y carencias que presentaba el mercado, a los que se sumaron los propios de una evolución dinámica tanto del sistema financiero español como de los del entorno. La ley pretendió abordar esos múltiples y variados problemas asociados con la ordenación de los mercados de valores españoles. Pero, además, aspiraba a dotar a todo el ordenamiento de los mercados de valores de coherencia interna. Otro objetivo básico era potenciar el mercado de valores ante la perspectiva de la creación a partir de 1992 de un mercado europeo de capitales, y de la toma previa de posiciones sobre el mismo por parte de diversos Estados miembros de la entonces Comunidad Económica Europea. El objetivo final era que el mercado de valores español estuviera en condiciones apropiadas cuando dicho mercado europeo llegara a ser una realidad.

En conclusión de JIMÉNEZ-BLANCO, la Ley 24/1988, ha pretendido instaurar una mayor libertad y al tiempo, y aunque parezca paradójico, una mayor supervisión, que es un rasgo que caracteriza al fenómeno general de nuestro tiempo, a veces no muy bien comprendido por realizarse una transcripción literal del inglés, que conocemos como *desregulación* y que tiene como consecuencia, entre otras, una nueva formulación de las técnicas de intervención del poder político en la vida económica.¹¹²

2.2. La reforma del mercado de valores por la Ley 24/1988

La Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores fue una reforma en profundidad del sistema bursátil, caracterizada según TAMAMES y RUEDA¹¹³ por los siguientes rasgos principales:

¹¹¹ JIMÉNEZ-BLANCO, A. (1989): *Derecho público del mercado de valores*. Editorial: Centro de Estudios Ramón Areces. P.43

¹¹² JIMÉNEZ-BLANCO, A. (1989): *Derecho público del mercado de valores*. Editorial: Centro de Estudios Ramón Areces. P.62

¹¹³ *Op.cit.* P.726

- Desaparición de los agentes de cambio como intermediarios, supresión de la fe pública para las transacciones, en favor de las sociedades y agencias de valores.
- Concentración de las operaciones en entidades con las condiciones propias de miembros del mercado: agencias y sociedades de valores; las primeras, operantes sólo por cuenta de terceros, y las segundas también por cuenta propia.
- Libertad de comisiones para las entidades operadoras, si bien con un tope máximo a fin de proteger al pequeño inversor.
- Creación, como autoridad suprema del sistema bursátil, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).
- Establecimiento de tres mercados oficiales: el bursátil (acciones, obligaciones, ingresos, etc.), el de deuda pública por anotación en cuenta, y mercados secundarios a definir.
- Posibilidad de integrar en las bolsas todos los segmentos de mercados de valores. Sin perjuicio de los ya mencionados en el punto anterior. Ello abrió la posibilidad al mercado de futuros en todas sus manifestaciones.
- Gobierno de las bolsas de valores por sociedades rectoras (Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores), configuradas como sociedades anónimas, con su capital social reservado a las agencias y sociedades de valores.
- Implantación futura de un sistema interconexión bursátil, regido por una comisión gestora de las sociedades rectoras de las cuatro bolsas,¹¹⁴ para la negociación, en mercado continuo, de una serie de valores a escala nacional.
- Nuevo servicio de compensación y liquidación de valores, con forma de sociedad anónima, para agilizar cobros y pagos por operaciones.¹¹⁵

¹¹⁴ Actualmente es la Sociedad de Bolsas SA la que tiene por objeto gestionar y operar el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE).

¹¹⁵ Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A.U. (Iberclear). Depositario central de valores, Sociedad encargada del registro contable y de la compensación y liquidación de los valores admitidos a negociación en las Bolsas españolas, el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, AIAF y Latibex. También, bajo la supervisión del Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente, Iberclear gestiona el Registro Nacional de Derechos de Emisión de gases de efecto invernadero (RENADE).

El mercado continuo, antes aludido, se estableció conforme al denominado sistema CATS,¹¹⁶ un mecanismo de negociación sobre base informática, que dota al sistema de continuidad y agilidad, siendo especialmente relevante por la claridad que suministra a la formación de los precios, ofreciendo a los inversores información en tiempo real.

Otros cambios significativos del nuevo sistema fueron la libertad de establecimiento y la liberalización de las comisiones en la actividad bursátil. La admisión a cotización a negociación en las bolsas españolas de valores extranjeros fue declarada libre por el RD 726/1989, en aplicación de las directivas comunitarias sobre la materia, estableciéndose similares requisitos que los que se establecen para la admisión a cotización de valores españoles.

En abril de 1992 se creó el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, Sociedad Anónima en la que participan, con un 60% del capital, las entidades adheridas, principalmente bancos y sociedades y agencias de valores, correspondiendo el 40% restante a las sociedades rectoras de las bolsas.¹¹⁷

Los sistemas de compensación y liquidación de valores en España están integrados en la sociedad holding Bolsas y Mercados Españoles (BME) y son:

- La Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. Unipersonal —cuyo nombre comercial es Iberclear. Es el depositario central de valores español encargado del registro contable y de la compensación y liquidación de los valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores españolas (SCLV), en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones (CADE), en AIAF Mercado de Renta Fija (SCLV-AIAF), así como en Latibex, el mercado de valores latinoamericanos en euros. IBERCLEAR gestiona dos plataformas de liquidación, CADE y SCLV. En la primera se liquidan los valores de renta fija (pública y privada) y, en la segunda, los valores negociados en la Bolsa;

¹¹⁶ *The Computer Assisted Trading System* (CATS). Creado por la Bolsa de Toronto en 1977 e implementado en la Bolsa de Madrid en 1989, fue el primer sistema de mundial de contratación totalmente electrónica. En 1995 la Bolsa de Madrid reemplazó CATS por el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE), un sistema de contratación electrónica más moderno creado por la Bolsa de Madrid. SIBE conecta las cuatro bolsas españolas (Madrid, Valencia, Bilbao y Barcelona) formando un mercado continuo unificado que suministra en tiempo real información sobre precios y otros datos.

<http://www.investopedia.com/terms/m/madridsecats.asp>

¹¹⁷ Iberclear en la actualidad.

- Los Sistemas de Liquidación de Valores de las Bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia;

- MEFF (Mercado Oficial de Futuros y Opciones Financieros). Actúa como mercado y cámara de compensación de futuros y opciones sobre bonos del Estado y el índice bursátil IBEX-35, así como futuros y opciones sobre acciones. MEFFCLEAR es una entidad que actúa como cámara de contrapartida central para las operaciones sobre valores de renta fija negociadas en mercados de valores entre los miembros liquidadores o clientes.¹¹⁸

Como indicador de la marcha diaria de las cotizaciones, las bolsas publican sus índices bursátiles, expresivos de los movimientos habidos en un conjunto seleccionado de títulos, que intenta reflejar los cambios del mercado, tanto sectoriales como generales. Como no todos los títulos tienen el mismo volumen de negociación, cada uno tiene asignada una ponderación. El índice del mercado continuo, que recoge empresas de nueve sectores industriales de forma ponderada, es el más utilizado, desde 1991 el IBEX-35 agrupa los 35 valores más negociados (suponen alrededor de un 65% de toda la capitalización bursátil) y sirve como referencia para opciones y futuros sobre el IBEX.

Con la nueva ley siguen existiendo en España las cuatro bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, sin embargo más del 90% de la negociación de acciones no se produce en las bolsas, sino en el sistema que las interconecta (mercado continuo), administrado por la Sociedad Bolsas y Mercados Españoles (BME), operador de todos los mercados de valores y sistemas financieros en España. BME cotiza en Bolsa desde el 14 de julio de 2006, y forma parte del índice IBEX 35 desde julio de 2007.

Consecuencia de la profunda reforma introducida por la Ley del Mercado de Valores la bolsa española ha progresado en muchos aspectos, ganando en profundidad al pasar de una capitalización bursátil del 20% del PIB en 1985 a 90% en el año 2006, en 2014 se situó en el 78%, siendo la media histórica del 105%. Desde 1986, con la adhesión de España a la Comunidad Económica Europea la bolsa experimentó un fuerte *boom*. La mayor subida de la Historia de la bolsa española se produjo en marzo de 1986. En cambio, en 1987, después de un nuevo máximo histórico, la bolsa se hundió como

¹¹⁸http://www.bde.es/bde/es/areas/sispago/Una_vision_gener/Los_sistemas_de_/Los_sistemas_de_c17a344bad821.html

consecuencia del crac de octubre de 1987 que hundi6 Wall Street y por contagio todas las bolsas. En 1989 se alcanz6 un r6cord de contrataci6n con un gran aluvi6n de operaciones por cuenta de los grandes grupos financieros. Pero despu6s de siete a6os de crecimiento, la Bolsa espa6ola cay6 contundentemente en 1990 en el denominado lunes negro, el 7 agosto, consecuencia de la Primera Guerra del Golfo. Los ciclos continuaron y en 1994 el ciclo volvi6 al alza de manera espectacular para caer nuevamente otra vez en 2000, despu6s de que las bolsas de valores occidentales vieron un r6pido aumento de su valor debido al avance de las empresas vinculadas al nuevo sector de Internet y a la llamada Nueva Economía. En 2004 se produjo otra fuerte recuperaci6n y alza de la bolsa a la que puso t6rmino la crisis financiera de 2008 a la que nos referimos en este trabajo.¹¹⁹

Ello no debe llevar a sobrevalorar el mercado espa6ol de capitales, que es a6un de peque6o tama6o en comparaci6n con los grandes mercados como Tokio, Londres y, sobre todo, Nueva York. Es adem6s un mercado excesivamente concentrado: algo m6s de 60% de la capitalizaci6n corresponde a s6lo 10 empresas, menos del 5% de las sociedades nacionales est6n admitidas a cotizaci6n, algo m6s de la mitad de la capitalizaci6n se concentra en s6lo dos sectores: servicios financieros, fundamentalmente bancos, y agua, gas y electricidad. Como las empresas de ambos sectores est6n por lo general sometidas a importantes grados de regulaci6n, se deduce que una de las característicasy peculiares de la Bolsa espa6ola es la menor presencia de sectores plenamente abiertos a la competencia. En este sentido, la Bolsa espa6ola no es representativa de la industria del país.¹²⁰

3. SUJETOS

3.1. Los operadores (*players*): *dealers* o *brokers*

Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en uno de sus grandes cambios, introdujo en el sistema los denominados “miembros de los mercados secundarios oficiales” en su art.37

¹¹⁹ TAMAMES, R. y RUEDA, A. (2008): *Estructura econ6mica de Espa6a*. 25ª edici6n. Alianza Editorial. P.722-725

¹²⁰ TAMAMES, R. y RUEDA, A. (2008): *Estructura econ6mica de Espa6a*. 25ª edici6n. Alianza Editorial. P.725-730

“1. El acceso a la condición de miembro de un mercado secundario oficial se regirá:

a) por las normas generales establecidas en esta Ley;

b) por las normas específicas de cada mercado establecidas en la presente Ley y sus disposiciones de desarrollo, o por las que, en el caso de mercados de ámbito autonómico, se establezcan por las Comunidades Autónomas con competencia en la materia, siempre que se ajusten a lo dispuesto en este Título, y

c) por las condiciones de acceso que estipule cada mercado, que deberán en cualquier caso ser transparentes, no discriminatorias y basadas en criterios objetivos.

2. Podrán ser miembros de los mercados secundarios oficiales, las siguientes entidades:

a) Las empresas de servicios de inversión que estén autorizadas para ejecutar órdenes de clientes o para negociar por cuenta propia.

b) Las entidades de crédito españolas.

c) Las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito autorizadas en otros Estados miembros de la Unión Europea que estén autorizadas para ejecutar órdenes de clientes o para negociar por cuenta propia. El acceso podrá ser a través de cualquiera de los siguientes mecanismos:

1.º Directamente, estableciendo sucursales en España, de conformidad con el artículo 71 bis del Título V en el caso de empresas de servicios de inversión, o de conformidad con el Capítulo II del Título V de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las entidades de crédito, en el caso de entidades de crédito.

2.º Haciéndose miembros remotos del mercado secundario oficial, sin tener que estar establecidos en el Estado español, cuando los procedimientos de negociación o los

sistemas del mercado en cuestión no requieran una presencia física para la realización de operaciones.

d) Las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito autorizadas en un Estado que no sea miembro de la Unión Europea, siempre que, además de cumplir los requisitos previstos en el Título V de esta Ley para operar en España, en la autorización dada por las autoridades de su país de origen se les faculte para ejecutar órdenes de clientes o para negociar por cuenta propia. El Ministro de Economía y Hacienda podrá denegar o condicionar el acceso de estas entidades a los mercados españoles por motivos prudenciales, por no darse un trato equivalente a las entidades españolas en su país de origen, o por no quedar asegurado el cumplimiento de las reglas de ordenación y disciplina de los mercados de valores españoles.

e) La Administración General del Estado, actuando a través de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, la Tesorería General de la Seguridad Social y el Banco de España.

f) Aquellas otras personas que, a juicio de la sociedad rectora del mercado secundario oficial correspondiente, quien tendrá en cuenta en particular las especiales funciones del mercado que pudieran ser atendidas por aquéllas:

1.º sean idóneas;

2.º posean un nivel suficiente de aptitud y competencia en materia de negociación;

3.º tengan establecidas, en su caso, medidas de organización adecuadas, y

4.º dispongan de recursos suficientes para la función que han de cumplir, teniendo en cuenta los diversos mecanismos financieros que el mercado secundario oficial puede haber establecido para garantizar la correcta liquidación de las operaciones.

3. La sociedad rectora del mercado comunicará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, o a la Comunidad Autónoma con competencias en la materia en el caso de

mercados secundarios oficiales de ámbito autonómico, con la periodicidad que se establezca reglamentariamente, la lista de sus miembros.

4. Los miembros del mercado secundario oficial se atenderán a las obligaciones contempladas en los arts. 79 bis, 79 ter y 79 sexies de esta Ley, en relación con sus clientes cuando, actuando por cuenta de éstos, ejecuten sus órdenes en un mercado secundario oficial. No obstante, cuando se trate de operaciones entre miembros, por cuenta propia y en nombre propio, éstos no estarán obligados a imponerse mutuamente las obligaciones establecidas en los artículos anteriormente citados.”

En desarrollo de las previsiones de la Ley 24/1988, el Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva, dispone en su art.3. *“Las Sociedades Rectoras, una vez concluido el proceso de adaptación de participaciones en su capital a que se refiere el art.10 de este Real Decreto, comunicarán su resultado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en su caso, a la Comunidad Autónoma con competencias en la materia. La citada Comisión o la competente Comunidad Autónoma expedirán los oportunos títulos de miembro de la Bolsa, en favor de las Sociedades y Agencias de Valores que hayan adquirido una participación en el capital de las Sociedades Rectoras. La expedición de los referidos títulos, que tendrá carácter meramente declarativo, será objeto de publicación en el Boletín de Cotización a que se refiere el art. 14 de este Real Decreto, en el "Boletín Oficial del Estado" y, en su caso, en el de la Comunidad Autónoma correspondiente.”*

Para actuar en bolsa el inversor necesita de esos intermediarios, denominados en España sociedades o agencias de valores.

Las sociedades de valores (*dealers*) pueden actuar tanto por cuenta ajena, como intermediarios entre comprador y vendedor, como por cuenta propia, vendiendo o comprando para su propia cartera. Tienen las más amplias facultades para intervenir en el mercado (como asegurar emisiones o realizar salidas a bolsa).

Las agencias de valores (*brokers*) son sólo intermediarios que actúan siempre por cuenta ajena, ejecutando las órdenes de sus clientes.

Sociedades y agencias de valores, así como las entidades de crédito, pueden ser accionistas de las sociedades rectoras de las bolsas (de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia), adquiriendo de esta forma la condición de miembros del mercado, con lo que pueden operar en ese mercado. Si no son miembros de un mercado, para realizar las operaciones que se les encargan han de servirse de quien lo sea.

Aunque miembros del mercado pueden ser sociedades y agencias de valores así como las entidades de crédito, se ha ido produciendo un acercamiento progresivo o confusión interdisciplinar entre el mercado de crédito y el mercado de valores, con la consiguiente equiparación funcional de las entidades de crédito a las empresas de servicios de inversión en el marco de los mercados de valores, que se ha traducido en un fenómeno calificado como bancarización de los mercados de valores.¹²¹

3.2. Entidades depositarias

Son también los bancos o cajas de ahorro, y las sociedades y agencias de valores. Su función consiste en custodiar los títulos y ejercer los derechos de éstos en nombre del propietario (cobro de dividendos, venta de derechos, primas de asistencia a juntas etc.).

3.3. Inversores

Particulares o institucionales —que incluyen fondos de inversión, fondos de pensiones, y entidades de seguros. Realizan sus inversiones mediante intermediarios libremente designados.

En cuanto a la capacidad de negociación de los participantes, se puede distinguir entre órdenes por cuenta ajena (orden de terceros) o por cuenta propia. En uno y otro caso el participante (miembro del mercado) que introduce la orden es el responsable de ella.

¹²¹ VALENZUELA GARACH, J. (2010): “Principales aspectos institucionales y funcionales de las empresas de servicios de inversión (tras la reforma de la Ley del Mercado de Valores por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, y el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero)”, en *Estudios de derecho mercantil en Memoria del Profesor Aníbal Sánchez Andrés*. Coordinación SÁENZ G^a DE ALBIZU, J., OLEO BANET, F. y MARTÍNEZ FLÓREZ, A. Thomson Reuters. P.1364.

4. LA CONTRATACIÓN

4.1. El sistema de contratación

La contratación por corros o *pits* se ha convertido en residual, reducida a empresas con un mercado ilíquido y estrecho. En los corros se contrata a viva voz, diciendo cada *broker* su oferta o demanda, señalando el número de títulos, el valor en cuestión y el precio que pretende, casándose las órdenes que son anotadas por un empleado de la Bolsa. Los corros tienen una duración limitada y en ellos se agrupan valores del mismo sector.

Actualmente la inmensa mayoría de la contratación se realiza en el sistema de interconexión bursátil o mercado continuo (SIBE). En él se negocian los valores más líquidos, que son la mayor parte. Permite la interconexión en la negociación de las bolsas españolas, dando un único precio para cada valor en las cuatro bolsas, asegura un único punto de liquidez por valor y facilita una comunicación directa y en tiempo real entre las bolsas, de manera que se forma un único precio y un único libro de órdenes por valor. La interconexión aumenta la liquidez y profundidad del mercado. Las cuatro bolsas dirigen sus órdenes a través de terminales a un ordenador central donde se ordenan según el precio y el momento de su introducción. Si existe contrapartida al precio fijado, la orden se casa automáticamente. Si no existe contrapartida, la orden queda en espera de ser negociada. En las órdenes se puede introducir un plazo de vigencia no superior a 90 días.

Además, hay modalidades de contratación específicas:

Fixing, traducido del inglés como Contratación de Valores con Fijación de Precios Únicos. Mediante esta modalidad de contratación los valores que en ella cotizan están durante toda la sesión en subasta, con dos periodos de asignación de títulos, que favorece la eficiente formación de precios y disminuye su volatilidad. Cotizan en el SIBE, pero sólo marcan dos precios al día porque son muy pequeñas y tienen muy poca liquidez. La contratación en el MAB (Mercado Alternativo Bursátil)¹²² también se

¹²² El MAB es un mercado promovido por BME y supervisado por la CNMV dedicado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación a medida diseñada específicamente para ellas y unos costes y procesos adaptados a sus características.

situaría en esta modalidad de contratación, aunque es un segmento especial también marcan sólo dos precios al día.

El Latibex, compuesto por valores latinoamericanos que cotizan en euros, es otro segmento del mercado con mecanismos de contratación específicos adaptados a las peculiaridades que tienen los valores que en él se contratan. Permite la diversidad en un mercado que descansa sobre un mismo sistema electrónico.

El Mercado de Bloques permite comunicar operaciones de gran volumen durante la sesión abierta del mercado de órdenes.

Por último, existe un mercado de operaciones especiales después del cierre del mercado de órdenes, mediante el cual se comunican operaciones autorizadas o comunicadas que deben cumplir unos requisitos de efectivo y precio.

4.2. Tipos de órdenes

Deben destacarse al menos las siguientes:

- Órdenes de mercado (*market order*): son órdenes en las que no se especifica límite de precio y que negociarán al mejor precio del lado contrario del libro de órdenes al ser introducidas.
- Órdenes por lo mejor: son órdenes de mercado sin precio, que quedan limitadas al mejor precio del lado contrario del libro de órdenes. Si el valor está en mercado abierto y no hay ninguna orden en el lado contrario, la orden es rechazada.
- Orden limitada (*limit order*): se especifica un precio por encima del cual no se puede comprar, o por debajo del cual no se puede vender. Tiene el riesgo de que no se ejecute la operación y al día siguiente se tenga que hacer a un cambio peor.
- Ordenes chartistas (*on stop*): una vez introducidas en el sistema, sólo aparecen para ser negociadas cuando se produce alguna negociación al precio fijado en la propuesta

(precio *on-stop*), o superior para una orden de compra, o inferior para una orden de venta.

- Órdenes de ejecutar o anular: el volumen total introducido debe ser ejecutado en una sola negociación, si no, la orden se anula.
- Órdenes de ejecución mínima: si en el momento de introducir la orden no se negocia un volumen fijado como mínimo, la propuesta completa es rechazada por el sistema.
- Órdenes con volumen oculto: se puede asignar a una propuesta un volumen que el resto de los operadores no puede ver, y que va saltando al mercado a medida que la parte visible de la propuesta se ha negociado.

4.3. Plazos de vigencia de las órdenes

Las órdenes pueden tener los siguientes plazos de vigencia:

- Válidas por un día: tienen una validez hasta el fin de la sesión en curso.
- Válidas hasta una fecha: tienen una fecha concreta introducida por el operador (como máximo será de 90 días de calendario).
- Válidas hasta su cancelación: serán válidas durante 90 días de calendario, transcurridos los cuales, la orden o resto no negociado se eliminará automáticamente.

4.4. Modificación de las órdenes

Una vez introducida una orden en el sistema se le asignará un número, que permanece invariable durante toda la vida de la misma. A cada modificación de una orden le corresponderá un nuevo número de historia que se crea de forma consecutiva para poder seguir la evolución de la misma. En los casos en los que la modificación de una orden tenga un impacto sobre la prioridad de la misma, implicará la generación de un nuevo número de prioridad.

5. IBERCLEAR

La Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, Sociedad Anónima Unipersonal, cuyo nombre comercial es Iberclear, es una sociedad anónima constituida conforme al art.44 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (artículo introducido por la sección segunda del artículo 1 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero).

Iberclear es el Depositario Central de Valores Español, encargado del registro contable y de la compensación y liquidación de los valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores españolas, en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, en AIAF Mercado de Renta Fija, y en Latibex. Para ello, utiliza dos plataformas técnicas SCLV y CADE, operando con gran automatismo en sus procedimientos y alta interconexión con las entidades.

El art.44 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio, atribuye a Iberclear el ejercicio de todas aquellas funciones que le son asignadas por las normas reguladoras de su régimen jurídico, que se detallan a continuación:

“a) Llevar el registro contable correspondiente a los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, admitidos a negociación en las Bolsas de Valores o en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, así como a los valores admitidos a negociación en otros mercados secundarios, cuando sus órganos rectores lo soliciten.

b) Gestionar la liquidación y, en su caso, la compensación de valores y efectivo derivada de las operaciones ordinarias realizadas en las Bolsas de Valores, de las operaciones realizadas en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y, en su caso, en otros mercados secundarios.

c) Prestar servicios técnicos y operativos directamente relacionados con los de registro, compensación y liquidación de valores, y cualesquiera otros requeridos para que IBERCLEAR colabore y coordine sus actuaciones con otros ámbitos y sistemas de registro, compensación y liquidación de valores y pueda participar en estos últimos.

d) Las demás que le encomiende el Gobierno, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en su caso, del Banco de España.”

Iberclear pertenece al grupo “Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A.” (BME)

Bolsas y Mercados Españoles integra las diferentes empresas que dirigen y gestionan los mercados de valores y sistemas financieros en España. Agrupa, bajo la misma unidad de acción, decisión y coordinación, los mercados de renta variable, renta fija, derivados y sistemas de compensación y liquidación españoles. El grupo BME está integrado por la Bolsa de Barcelona, Bolsa de Bilbao, Bolsa de Madrid, Bolsa de Valencia, MF Mercados Financieros, BME Consulting e Iberclear.¹²³

6. INTERVENCIÓN PÚBLICA EN LA BOLSA

En materia de mercados financieros, se puede distinguir la vigilancia prudencial, que mediante información confidencial permite solventar las dificultades antes de que se conviertan en públicas y se propaguen en el seno del sistema financiero, y el control de los mercados, que vela para que se hagan públicas todas las informaciones que impone la reglamentación. Estas dos misiones responden a dos lógicas diferentes: el control de los actores y el control de los productos. A lo largo del S.XX los Estados han ido progresivamente renunciando a la vigilancia financiera a favor de profesionales y de organismos independientes, éstos últimos se han desarrollado en Estados Unidos (1934), Bélgica (1935), Francia (1967) etc, y en España en 1988.¹²⁴

En este sistema, en general, las bolsas se regulan por sus propios estatutos, estableciendo libremente sus sistemas de contratación, de liquidación, las comisiones etc. Además existe un control estatal mediante la legislación marco, por una parte, y, por otra, a través de un organismo que emite órdenes de alto valor jurídico (vinculantes) y que supervisa el funcionamiento del mercado. El modelo es el de la Securities and Exchange Commission (SEC).¹²⁵ En España este organismo es la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

¹²³ ECHENIQUE SANJURJO, M.: “Control through settlement”. *IFLR*/December/January 2009.

¹²⁴ VALETTE, J. (2005): “La régulation des marchés financiers”. *Revue du droit public de la science politique en France et à l'étranger* - Rdp.- n. 1. P.183-211

¹²⁵ La SEC es una agencia federal autónoma, con sede en Washington DC, encargada de regular y supervisar los mercados de valores norteamericanos en aplicación de las 1933 Act, 1934 Act y otras normas posteriores. Cuenta con unos 2900 empleados, está dirigida por un consejo de cinco miembros,

Una de las características esenciales del régimen del mercado de valores introducido por la LMV es la creación de ese organismo público específico de supervisión (CNMV), en el que se concentran gran parte de las funciones públicas relativas a este sector, y que las ejerce a través de amplias potestades, incluida la normativa y sancionadora, que le permiten configurar el desarrollo del mercado. En el proceso de renovación del mercado de valores iniciado por la LMV se optó por redistribuir funciones que habían sido encomendadas a sujetos públicos y atribuir las a sujetos privados si bien bajo una fuerte intervención pública. Éste es el caso de la gestión y administración de los mercados de valores que, como acabamos de ver, pasaron de estar en manos públicas a ser encomendada a sujetos privados intervenidos en su organización y funcionamiento por razón del interés general subyacente a sus funciones. *“Por lo tanto, entre las características de las sociedades gestoras y administradoras de los mercados secundarios de valores destaca su naturaleza dual que responde tanto a una dimensión privada propia de su personalidad, como pública debida a sus funciones. Se trata de un supuesto más de ejercicio privado de funciones públicas que progresivamente se van extendiendo en nuestro ordenamiento”*.¹²⁶ Estas entidades tuvieron inicialmente una naturaleza corporativa, de los miembros del mercado, que luego han perdido han permitirse la entrada de capital de sujetos ajenos y distintos a los miembros del mercado.¹²⁷

El objetivo de la CNMV es velar por la transparencia de los mercados de valores españoles y la correcta formación de precios, así como la protección de los inversores. La CNMV, en el ejercicio de sus competencias, recibe un importante volumen de información de y sobre los intervinientes en los mercados, gran parte de la cual está contenida en sus Registros Oficiales y tiene carácter público. La acción de la Comisión se proyecta principalmente sobre las sociedades que emiten u ofrecen valores para ser colocados de forma pública, sobre los mercados secundarios de valores, y sobre las empresas que prestan servicios de inversión y las instituciones de inversión colectiva.

uno de los cuales actúa como presidente, que son nombrados por el Presidente de los Estados Unidos por un periodo de cinco años y deben ser confirmados por el Senado.

¹²⁶ VIDA FERNÁNDEZ, J. (2009): “Sujetos gestores y administradores de los mercados de valores: Sociedades Rectoras de los mercados y Sociedad de Sistemas”, en *Derecho de la regulación económica*. MUÑOZ MACHADO S., (director de la colección). II. *Mercado de Valores*. JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, A. (director). P.195-196

¹²⁷ *Op.cit.* P.197-198

Sobre estas últimas, así como sobre los mercados secundarios de valores, la CNMV ejerce una supervisión prudencial, que garantiza la seguridad de sus transacciones y la solvencia del sistema.¹²⁸

Según ESTEVE PARDO a la CNMV, como a otras autoridades especializadas de ámbito estatal se la dota de una organización y composición que se pretende les confiera una posición neutral tanto frente a los intereses del Gobierno como frente a los propios intereses de los operadores sujetos a regulación.¹²⁹

Sin embargo, BETANCOR explica que el término independiente aplicado a entes como la CNMV, debe hacerse en sentido relativo. Quiere indicar que las funciones y poderes que se le encomiendan a estos entes han de ser ejercidas con neutralidad política para que sólo respondan a criterios técnicos. Se entiende que si fueran “dependientes”, las coordinadas de ejercicio de funciones y poderes no sólo serían políticas sino, lo que sería más perjudicial, no serían técnicas. Cuando esto sucede, las funciones y poderes no cumplen los fines adecuados para contribuir a que el mercado correspondiente cumpla la función social que se le asigna. Así pues, la independencia está al servicio de la neutralidad, y ésta al servicio de la función social de un mercado eficiente.¹³⁰

FERNÁNDEZ FARRERES¹³¹ precisa que los organismos públicos a los que se refieren las disposiciones adicionales 8ª, 9ª y 10ª [donde se sitúa la CNMV] LOFAGE tienen, asimismo, personalidad jurídica pública y aparecen dotados de una autonomía más fuerte o intensa (en suma de un estatuto jurídico especial concretado en la ley específica que los crea). A estos organismos las leyes les reconocen independencia funcional o, si así se quiere decir, una especial autonomía respecto de la Administración General del Estado, rigiéndose por su normativa específica en los aspectos precisos para hacer plenamente efectiva dicha independencia o autonomía. Pero encuentra un obstáculo

¹²⁸ <http://www.cnmv.es/portal/quees/Funciones/Funciones.aspx>

¹²⁹ ESTEVE PARDO, J. (2012): “Origen, principios y técnicas de la regulación de sectores económicos de interés general”, en *La regulación económica. En especial, la regulación bancaria. Actas del IX Congreso Hispano-Luso de Derecho Administrativo*. AA. VV. REBOLLO PUIG, M. (director). P.48

¹³⁰ BETANCOR, A. (2009): “La Comisión Nacional del Mercado de Valores como administración independiente”, en *Derecho de la regulación económica*. MUÑOZ MACHADO S., (director de la colección). II. *Mercado de Valores*. JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, A. (director). P.172

¹³¹ FERNÁNDEZ FARRERES, G. (2014): *Sistema de Derecho Administrativo I*. Edición: 2ª. Editorial: Cizur Menor, Navarra: Civitas. P.145

constitucional a reconocer o ver una independencia real en estos organismos: “*Conviene tener presente que el reforzamiento de la autonomía no convierte a estas entidades en independientes, en el sentido propio de independencia (es decir, en el sentido de quedar al margen de toda vinculación gubernamental). O en otros términos: este tipo de “administración” no supone una ruptura con la configuración constitucional de la Administración y del Gobierno y de sus relaciones (artículos 97 y 103 CE), pues aun cuando se rectifica la tradicional vinculación jerárquica, ello no determina una desvinculación plena y absoluta inconciliable con las reglas constitucionales. (...)*”¹³²

6.1. Comisión Nacional del Mercado de Valores

La intervención pública directa en el funcionamiento del mercado de valores se realiza mediante la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) al que se refieren los arts.13 a 24 LMV. De acuerdo con esta regulación, y como acabamos de ver, la Comisión Nacional del Mercado de Valores es un ente de derecho público, con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada, que se rige por lo dispuesto en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y disposiciones que la desarrollen y supletoriamente por la Ley 6/1997, de 14 de abril, de Organización y Funcionamiento de la Administración General del Estado (LOFAGE).

Los arts.15 y 16 LMV atribuyen a la CNMV potestad normativa para el adecuado ejercicio de las competencias que le corresponden, pudiendo dictar las disposiciones que exija el desarrollo y ejecución de las normas contenidas en los Reales Decretos aprobados por el Gobierno o en las Ordenes del Ministerio de Economía y Hacienda, siempre que estas disposiciones le habiliten de modo expreso para ello. Las disposiciones dictadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores se denominan Circulares, son aprobadas por el Consejo de la Comisión, no producen efecto hasta tanto son publicadas en el Boletín Oficial del Estado y entran en vigor conforme a lo dispuesto en el apartado 1º art.2 CC. Las disposiciones y resoluciones que dicta la CNMV en el ejercicio de las potestades administrativas que tiene conferidas, ponen fin a la vía administrativa y son recurribles en vía contencioso-administrativa, con excepción de las resoluciones dictadas en materia sancionadora y las que dicte en

¹³² *Op.cit.* P.150-151

materia de intervención y sustitución de administradores, que tienen un régimen específico de impugnación.

La CNMV se rige por un Consejo que es asesorado por un Comité Consultivo. El Consejo se compone de: a) Un Presidente y un Vicepresidente, nombrados por el Gobierno, a propuesta del Ministro de Economía y Hacienda, entre personas de reconocida competencia en materias relacionadas con el mercado de valores; b) El Director General del Tesoro y Política Financiera y el Subgobernador del Banco de España, que tendrán el carácter de Consejeros natos; c) Tres Consejeros, nombrados por el Ministro de Economía y Hacienda entre personas de reconocida competencia en materias relacionadas con el mercado de valores. Actuará como Secretario, con voz pero sin voto, la persona que el Consejo designe entre las que presten sus servicios en la Comisión.

Las competencias de la CNMV en materia de supervisión e inspección del mercado de valores son (art.13):

- a) Velar por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios de los mismos y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de estos fines.¹³³
- b) Asesorar al Gobierno y al Ministerio de Economía y, en su caso, a los órganos equivalentes de las CCAA en las materias relacionadas con los mercados de valores, a petición de los mismos o por iniciativa propia.
- c) Podrá también elevar a aquéllos propuestas sobre las medidas o disposiciones relacionadas con los mercados de valores que estime necesarias.
- d) Elaborar y dar publicidad a un informe anual en el que se refleje su actuación y la situación general de los mercados de valores.

En cuanto a su funcionamiento, la eficacia de la CNMV, incluso tras la crisis de 2008, ha sido reconocida en instancias internacionales, en las que ha alabado la robustez de la

¹³³ Velar por un *fair market* de las características que vimos en el Capítulo anterior.

estructura legal que dota a la CNMV de amplios poderes para supervisar, investigar y asegurar el cumplimiento de la normativa.¹³⁴

6.2. Banco de España

El Banco de España (art.88 LMV) también tiene atribuidas competencias administrativas sobre el mercado de valores. Esta habilitación competencial responde, por una parte, a que el Banco de España es el organismo rector del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, y, por otra, porque las entidades de crédito pueden actuar como operadores del mercado.

Banco de España y CNMV actúan bajo el principio de que la tutela de la solvencia sobre las entidades financieras afectadas recae sobre la institución que mantenga el correspondiente registro, y la del funcionamiento de los mercados de valores corresponde a la CNMV, aunque las siguientes funciones son competencia del Banco de España:

- Supervisión e inspección sobre los miembros del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, de los titulares de cuenta a nombre propio y sobre las entidades gestoras, así como sobre las actividades relacionadas con el mercado de valores realizadas por entidades inscritas en los registros a su cargo a que se refiere el art.65, esto es, las entidades de crédito, que aunque no sean empresas de servicios de inversión según la LMV podrán realizar habitualmente todos los servicios previstos en su art.63, siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica les habiliten para ello (art.88 LMV);
- Cuando la entidad infractora sea una entidad de crédito española o una sucursal de una entidad de crédito de un Estado que no sea miembro de la Unión Europea, será preceptivo para la imposición de la correspondiente sanción por infracciones graves o muy graves, el informe del Banco de España (art.97.1 LMV).

¹³⁴ “Spain: Financial Stability Assessment”. 2012 International Monetary Fund, June 2012 IMF Country Report No. 12/137. Disponible en <http://www.imf.org>.

6.3. Comunidades Autónomas

La LMV atribuye a las Comunidades que estatutariamente hayan asumido competencia en materia de mercados de valores:

- a) Disponer en el comité consultivo de la CNMV de un representante autonómico (art.22 LMV).
- b) Crear mercados secundarios oficiales de ámbito autonómico (art.31.2 e LMV).
- c) Creación de Bolsas de Valores ubicadas en el territorio de Comunidades Autónomas. (art.45 LMV).
- d) Verificación de requisitos de admisión en mercados autonómicos (art.32.4 LMV).
- e) Señalamiento de requisitos adicionales para acceder a la condición de miembro de un mercado secundario oficial de ámbito autonómico (art.37.1.b LMV).
- f) Las Comunidades Autónomas con competencias en la materia y respecto a operaciones realizadas en su ámbito territorial podrán establecer deberes adicionales de información (art.43 LMV).
- g) Los estatutos de la Sociedad de Bolsas, sus modificaciones y la designación de los miembros de su Consejo de Administración requerirán la aprobación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, previo informe de las Comunidades Autónomas con competencias en la materia (art.50 LMV).
- h) Respecto de los valores admitidos a negociación en una única Bolsa de Valores, las Comunidades Autónomas con competencia en la materia pueden disponer la creación por la sociedad rectora de aquélla de un servicio propio de llevanza del registro contable de valores representados por medio de anotaciones en cuenta y de compensación y liquidación, el cual tendrá, respecto a dichos valores, las facultades que esta Ley atribuye a la Sociedad de Sistemas (art.44 bis.2 LMV).

**CAPÍTULO III. FUNCIONALIDAD DE LA VENTA EN CORTO EN LA
DINÁMICA DEL MERCADO**

Las consideraciones de los anteriores capítulos sobre los mercados, y dentro de estos las bolsas de valores, y sobre la acción regulatoria que se proyecta sobre ellos nos permiten introducirnos ahora en la venta en corto. Para ello empezaremos con unas consideraciones generales sobre esta operación, que estimamos válidas con independencia de un contexto específico institucional o legal. Nos referiremos al concepto de venta en corto y a otros conceptos o instituciones fuertemente vinculados con ella que explican tanto su dinámica como las prohibiciones de las que frecuentemente son objeto.

1. CONCEPTOS ESENCIALES

1.1. Venta en corto

1.1.2. Concepto

Las ventas en corto (*short selling*) son una herramienta para quien opera en contra del mercado, que se puede aplicar casi a cualquier venta en la que se usa una estrategia específica para “obtener” aquellos valores (o bienes en general) sobre los que operan los contratos que componen la venta en corto. Como una operación en bolsa, la venta en corto consiste en la venta de una acción de la que el vendedor no es propietario en el momento en el que la vende. El vendedor, para hacer efectiva la entrega de la acción vendida, toma la acción prestada con la intención de comprar más adelante la misma acción pero a menor precio, y devolverla a quien se la prestó. En esta operación el vendedor obtendrá un beneficio si, como consecuencia de la una bajada futura del precio, lo que paga por la acción que compra es menos de lo que percibe por la que había vendido antes. La esencia de la venta en corto es ser una apuesta por la bajada del precio de la acción que constituye su objeto.

La técnica descrita es muy antigua y teóricamente es aplicable a la venta de prácticamente cualquier bien fungible. Aquí nos referimos a su aplicación en la venta de

acciones dentro de un mercado bursátil, pero dentro de los mercados financieros tienen más aplicaciones.

En una venta en corto “convencional” como la que acabamos de describir, el vendedor en corto obtiene en préstamo las acciones que vende. Luego compra en el mercado idénticas acciones para devolverlas al que se las prestó y así “cerrar su posición”. Si, entre tanto, baja el precio de la acción, el vendedor en corto obtiene un beneficio por haber vendido las acciones prestadas a un precio mayor que el que paga por recomprarlas. El riesgo sustancial de la venta en corto es que si el precio de la acción sube inesperadamente, el vendedor en corto sufre pérdidas por haber vendido los valores a un precio menor que el que tendrá que pagar después para recomprarlas. El vendedor en corto obtiene su beneficio de la bajada del precio de las acciones sobre las que opera.

Como pone de manifiesto PETER LYNCH,¹³⁵ desde el punto de vista del inversor, lo peor de las posiciones cortas es que aunque el inversor esté convencido de que las acciones bajarán porque la sociedad emisora atraviesa una mala situación, otros inversores pueden no apreciar lo mismo e invertir, haciendo subir los precios. Aunque nadie es inmune al pánico que se siente cuando el precio de una acción se hunde, este pánico está controlado de alguna manera por la conciencia de que el precio de una acción no puede ser inferior a cero. En cambio, para el inversor en corto no existe esta garantía, cuando un valor está subiendo de precio no hay nada que le impida seguir subiendo porque no hay techo para el precio de una acción.

En sentido amplio, en una venta en corto existen las siguientes partes: (1) el prestamista de los títulos, que representa al (2) dueño de los mismos; (3) el que obtiene los títulos en préstamo y los vende en corto; (4) el bróker a través del que se reciben los títulos en préstamo del dueño; (5) el comprador; (6) el miembro del mercado.

¹³⁵ LYNCH, P., con ROTHCHILD, J.: *One Up on Wall Street*. Simon and Shuster. P.274.

1.1.3. La venta en corto descubierta

La venta en corto descubierta (*naked short selling*), tiene diferentes efectos a los de la venta en corto convencional, lo que tradicionalmente ha dado lugar a distintos tratamientos regulatorios. En términos generales, las ventas en corto descubiertas son las que se contratan por el vendedor sin que pueda disponer de los valores vendidos al menos en préstamo. Esta circunstancia no tiene necesariamente que dificultar la liquidación de la operación, ya que el vendedor puede comprar los valores o recibirlos en préstamo entre el momento de la venta y el de la liquidación, pero es indudable que en las ventas en corto descubiertas hay gran riesgo de acabar incumplimiento la entrega. La venta en corta descubierta no está limitada por el número de acciones emitidas por una sociedad porque no requiere un previo poder de disposición (a título de dueño, préstamo u otro) sobre las acciones que se venden, de manera que en una venta en corto descubierta se podrían vender en corto más del 100% de las acciones de una sociedad. De esta forma, en algunos casos, parte de las acciones vendidas en una venta en corto descubierta podrían no existir.

1.1.4. Origen

En febrero de 1609 un grupo de influyentes empresarios holandeses, dirigidos por uno de los inversores iniciales en la Compañía Holandesa de las Indias Orientales, Isaac Le Maire, formaron una asociación secreta, una “*Groote Companie*”, para operar en corto con las acciones de la Compañía de las Indias Orientales previendo la aparición de una compañía francesa rival. Le Maire y sus socios vendieron acciones prometiendo que harían entrega de lo vendido en uno o dos años. Durante los siguientes doce meses sus beneficios aumentaron a la vez que las acciones de la Compañía perdían un 12%, enfadando a los accionistas que inevitablemente descubrieron su plan. En enero de 1610, un año después de la formación de la “*Groote Companie*” y sólo ocho años después de la fundación oficial de la Bolsa de Ámsterdam, se aprobó la primera regulación contra las ventas en corto. El precio de las acciones volvió a subir, no se llegó a crear una compañía francesa rival, e Isaac Le Maire nunca pudo escapar de los juicios que siguieron.¹³⁶

¹³⁶ El relato está tomado de MONTÍAS, J., (1989): *Vermeer and his milieu*. Princeton Press. Princeton. P.20.

En varios momentos durante los siguientes cuatrocientos años, se ha culpado a las ventas en corto de los declives de los mercados, y los partícipes del mercado han pedido una regulación contra las ventas en corto.¹³⁷ Sin embargo, después de siglos de confrontación sobre entre especuladores y reguladores, nadie sabe si restringir las ventas en corto es bueno o malo. Como muestra el anterior ejemplo, las restricciones de las ventas en corto son tan antiguas como los mercados de valores organizados y sin embargo hay escasa evidencia empírica sobre si las restricciones impiden o facilitan los hundimientos del mercado, o si impiden o facilitan el descubrimiento racional de los precios.¹³⁸

Los debates sobre las bondades y peligros de las ventas en corto son tan antiguos y frecuentes como las crisis económicas y financieras. De hecho, las primeras medidas legislativas que se adoptaron sobre ventas en corto en Estados Unidos fueron tras el crack del 29 durante los años treinta. Tampoco resulta extraño que más recientemente las discusiones acerca de los efectos de esta técnica bursátil y financiera hayan tenido lugar precisamente cuando se produce el estallido de la crisis *subprime* y, sobre todo, con la grave crisis bursátil global de 2008, en la que directivos, políticos y medios de comunicación atribuyen a especuladores bajistas gran parte de la responsabilidad por el hundimiento de la capitalización bursátil de sociedades cotizadas, especialmente del sector financiero y, más recientemente, de la crisis de la deuda soberana en la Unión Europea.

La venta en corto no es en absoluto desconocida y, como tendremos ocasión de referir a lo largo de los próximos epígrafes, abundan los trabajos tanto teóricos como prácticos sobre el impacto de la venta en corto en los mercados de valores,¹³⁹ y sin embargo hay

¹³⁷ CHANCELLOR, E.: “A Short History of the Bear”, 29 de octubre de 2001, http://www.prudentbear.com/press_room_sort_selling_history.html.

¹³⁸ Estas constataciones empíricas ponen de manifiesto una de las tesis de este trabajo, la intervención pública regulatoria es un hecho, pero no se sabe si es buena o mala desde el punto de vista de la creación de un *fair market*. Es muy ilustrativo que defensores de la intervención, como STIGLIZ concluyan en algo parecido; al referirse a los mercados y la desigualdad, y observando las diferencias en la desigualdad de ingresos antes y después de impuestos y transferencias entre Estados Unidos y otros países industrializados avanzados, que las fuerzas del mercado son reales, pero están condicionadas por los procesos políticos. Los mercados están condicionados por las leyes, las normativas y las instituciones. STIGLITZ, J.E (2012): *El precio de la desigualdad*. Taurus. P.101

¹³⁹ Referidos en ISPIERTO MATE, A. y LOSADA LÓPEZ, R.: “Los efectos de las restricciones sobre las ventas en corto en los mercados de renta variable: Algunos resultados recientes”. *Boletín Oficial de la CNMV* (tercer trimestre de 2010).

bastante desconocimiento de su estructura y funcionamiento esencial. Incluso tradicionalmente no ha existido un concepto legal de venta en corto en España, y tampoco se ha creado en el ámbito europeo. En la práctica se ha venido considerando que la venta en corto es una enajenación de valores en la que el que los vende no los posee previamente. Sin embargo, ha de matizarse:

(1) Desde la perspectiva de la *liquidación*, sólo existe una venta en corto si el vendedor no dispusiera de los valores en el momento de la liquidación, aunque en el momento de contratar la venta el vendedor no fuera propietario de los valores a vender, desde este punto de vista no existiría una venta en corto si en el periodo entre la venta y su liquidación, que en derecho español puede ser de hasta tres días en los mercados de acciones, el vendedor consigue los valores, normalmente obteniéndolos en préstamo, para su entrega puntual en la fecha de liquidación de la venta.

(2) Desde la perspectiva de la *negociación*, el momento clave en el que verificar si se trata de una venta en corto es el momento en que la venta se negocia (*trading date*). En esta perspectiva, hay venta en corto si en el momento de la venta el vendedor no dispone de los valores objeto de la transacción. Como la disposición de los valores puede venir dada por múltiples títulos jurídicos diferentes, para evitar que se califique como venta en corto generalmente se requiere que el vendedor disponga de los valores en calidad de propietario “pleno”, no como, por ejemplo, tomador de un préstamo de valores.

El punto de partida en la regulación de las ventas en corto en casi todas las legislaciones, incluyendo la española y la UE, es el modelo de negociación.¹⁴⁰

¹⁴⁰ La SEC define la venta en corto según el modelo de negociación, exigiendo que los valores se dispongan en el momento de la venta en calidad de propietario y no prestatario para que la operación no tenga consideración de venta en corto: “*a short sale is the sale of a stock that an investor does not own or a sale which is consummated by the delivery of a stock borrowed by, or for the account of, the investor*”, (una venta en corto es la venta de un valor del que el inversor no es propietario o una venta que es consumada con la entrega de un valor que ha sido prestado al inversor o por su cuenta).
www.sec.gov

1.2. Mercados alcistas y bajistas

La economía de un país normalmente se refleja en las condiciones de su bolsa. Una economía con tasas de interés razonables y bajo desempleo se considera segura y, sin otras circunstancias, a salvo de amenazas. Sin embargo, son las dos formas de describir las condiciones generales del mercado bursátil, *bull market* y *bear market*,¹⁴¹ las que indican la verdadera situación del mercado bursátil y reflejan el estado de la economía. Entre los inversores un *bull market* es un buen signo de progreso y prosperidad de un país, pero ambos tipos de mercados ofrecen oportunidades de obtener grandes beneficios en bolsa.

Un *bear market* indica un movimiento continuado de caída del mercado de valores, y mientras que se describe como *bullish* una acción determinada que parece estar aumentando continuamente su precio, se describe como *bearish* la acción que está disminuyendo su precio. Los *bear markets* usualmente se producen durante una ralentización de la economía, los inversores tiende a perder su confianza y las empresas empiezan a despedir trabajadores. Un mercado exageradamente *bearish* eventualmente llevará a una crac creado por las ventas inducidas por el pánico, mientras que un mercado exageradamente *bullish* acabará produciendo una burbuja creada por inversores excesivamente entusiastas.

Los inversores usan su conocimiento de cada tipo de mercado como una estrategia de inversión. Los mercados *bull* o *bear* no se refieren a las fluctuaciones a corto plazo del mercado de valores. Un *bear market* es el mercado de valores en el que los precios de los principales valores han caído un 20% o más durante un periodo de, al menos, dos meses. Los precios, incluso en un mercado *bear*, pueden subir temporalmente. Los *bull markets*, siendo lo opuesto a los *bear markets*, indican un aumento en los precios de los principales valores durante cierto periodo de tiempo.

El *bull market* atraerá a gran número de inversores que desean comprar valores, un *bull market* puede significar igualmente que la economía va bien, de modo que habrá mucha

¹⁴¹ El uso de los términos "*bull*" (toro) y "*bear*" (oso) para describir los mercados hace referencia a la forma en que cada uno de estos animales ataca a sus oponentes. Un toro mueve sus cuernos de abajo arriba, mientras que un oso mueve sus zarpas de arriba abajo. Estas acciones son metáforas del movimiento del mercado. Si la tendencia es hacia arriba es un *bull market*. Si la tendencia es hacia abajo es un *bear market*.

gente que tiene excedentes de dinero para invertir y que deseará comprar acciones. Esta situación producirá un aumento del precio de las acciones, por las limitaciones que se darán en su oferta. En los *bear markets*, en cambio, muchos inversores desearán deshacerse de sus acciones para colocar su dinero en productos de renta fija como los bonos, debido a la continua disminución del precio de las acciones. La oferta tiende a ser mayor que la demanda a medida que los inversores se retiran del mercado. Esto hace que los precios de las acciones disminuyan aún más.

En los *bull markets* se gana dinero con más facilidad pero son ganancias temporales que en cualquier momento son corregidas. Como el aumento en los precios no puede seguir indefinidamente los inversores han de vender sus acciones cuando el mercado alcance su máximo, o, en todo caso, mantener las acciones mientras la tasa de beneficio resulte acorde con su valor de adquisición, superada la cual también querrán venderlas. Los *bear markets*, en cambio, son oportunidades para adquirir acciones a precios de saldo. Anticipar el fin de un *bear market* es la mejor oportunidad de obtener un beneficio.

La venta en corto, que supone la venta de acciones que no se tienen en propiedad anticipando posteriores caídas en los precios, es una estrategia de inversión usada durante los *bear markets*.

1.3. Utilidad

La utilidad del mecanismo de venta en corto se pone de manifiesto de muchas formas. Por ejemplo, Gotham City Research LLC publicó un informe de sobre Let's Gowex, que cotizada en el MAB¹⁴² con un valor bursátil de 1.400 millones de euros cuando se publicó el informe. Seis días después de la publicación Let's Gowex reconoció haber falseado las cuentas y solicitó el concurso de acreedores. Sus títulos no valían nada, como había adelantado el informe de Gotham City Research.¹⁴³

Las empresas como Gotham City Research son conocidas como *zero hunters* o *zero Busters* y se dedican a analizar sociedades cotizadas cuyos resultados puedan no ser

¹⁴² El MAB es un mercado promovido por BME y supervisado por la CNMV dedicado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación a medida diseñada específicamente para ellas y unos costes y procesos adaptados a sus características.

<https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/marcos.htm>

¹⁴³ http://economia.elpais.com/economia/2014/07/06/actualidad/1404637240_204907.html

reales, elaborando y difundiendo ampliamente informes sobre la situación y el valor de la sociedad analizada. Antes de publicar un informe estas empresas suelen tomar posiciones bajistas en los valores analizados que consideran fraudulentos. No es ningún secreto. En su página web Gotham City Research LLC reconoce expresamente que centra su actividad en la investigación de inversiones y que, a la fecha de publicación de sus informes, puede haber adoptado posiciones cortas o largas en las empresas analizadas¹⁴⁴. Si se equivocan y su informe no era exacto, pueden perder enormes cantidades de dinero. Una posición corta es un riesgo asimétrico, el precio de una acción siempre puede subir más, pero no puede caer más de un 100%.¹⁴⁵

No es ilegal ni inmoral que alguien recomiende la compra de un valor en la creencia de que su precio va a subir. Las mismas empresas *zero hunter* también adoptan posiciones largas, lógicamente cuando consideran que la empresa analizada está infravalorada. En cambio si la recomendación fruto del análisis es la de adoptar posiciones cortas, se sospecha de que se está especulando y se solicita que se prohíban los cortos, sobre todo por los directivos de la sociedad objeto de la recomendación.

El denominado caso Volkswagen es distinto, pero muy ilustrativo de ese enfoque moral que se da a la adopción de posiciones cortas. Fue contado en la prensa especializada según estaba teniendo lugar el martes 28 de octubre de 2008:¹⁴⁶

Volkswagen se convirtió brevemente ese martes en la mayor empresa mundial por valor de mercado, a medida que los vendedores en corto, que habían quedado atrapados apostando con acciones prestadas por la bajada del precio de sus acciones, luchaban por encontrar acciones tras el *buying spree* (fiebre por la compra) creado por Porsche. Los vendedores en corto, desesperados por cerrar sus posiciones llegaron a pagar 1.005 euros por acción durante la sesión que siguió al anuncio hecho el domingo anterior de que quedaban flotando en el mercado menos del 6 por ciento de las acciones con derecho a voto de Volkswagen. A ese precio, el valor de las acciones de Volkswagen era de 296 billones de euros (370 billones de dólares), más de los 343 billones de

¹⁴⁴ <http://gothamcityresearch.com/about/>

¹⁴⁵ LYNCH, P. y WITH ROTHCHILD, J. (1989): *One Up on Wall Street*. Simon and Shuster. P.274

¹⁴⁶ <http://www.reuters.com/article/2008/10/28/us-volkswagen-idUSTRE49R3I920081028>

dólares de la capitalización de mercado de Exxon Mobil. Las acciones de Volkswagen finalmente cerraron el martes con una subida del 82 por ciento, a 945 euros.

El precio de la acción se disparó después de que Porsche reveló el domingo en un anuncio sorpresa que se había hecho con el control del 74 por ciento de las acciones con derecho a voto de Volkswagen. En marzo, cuando Porsche mantenía directamente el 31 por ciento de las acciones que había tenido durante mucho tiempo, dijo que no pretendía llegar al 75 por ciento, considerando que el Estado de Baja Sajonia posee un 20 por ciento de Volkswagen. “Especular sobre adquirir el 75 por ciento no tiene en cuenta las realidades de la estructura accionarial de Volkswagen”, dijo Porsche entonces. “A la vista del hecho de que Baja Sajonia como segundo mayor accionista posee el 20 por ciento de Volkswagen, la probabilidad de adquirir las acciones necesarias en el mercado es extremadamente baja”

Entretanto el martes un portavoz del regulador del mercado alemán BaFin dijo que se estaba estudiando el movimiento de los precios de las acciones de Volkswagen buscando cualquier indicio de tráfico de información privilegiada o de manipulación del mercado. Porsche negó estar manipulando el mercado y afirmó que el mercado había mezclado la causa con el efecto. “Rechazamos vehementemente la acusación de manipular el precio de las acciones”, dijo un portavoz de Porsche. “Los únicos responsables son aquellos que especularon con grandes sumas de dinero por la caída del precio de las acciones de Volkswagen”.

El anuncio de Porsche el domingo reveló que había aumentado su control directo hasta el 42.6 por ciento, que tenía otro 31.5 en opciones sobre acciones y que al año siguiente pretendía aumentar su posición sobre el tercer fabricante de automóviles del mundo hasta el 75 por ciento.

Porsche dijo que anunciaba sus planes debido a que el número de posiciones cortas en Volkswagen era considerablemente mayor de lo esperado y que en consecuencia quiso dar a los inversores la oportunidad de deshacer sus apuestas “sin prisa y sin gran riesgo”.

En torno al 12,8 por ciento del capital de toda la capitalización de Mercado de Volkswagen estaba prestada el 25 de octubre. La media de capital prestado del DAX era del 5 por ciento en esa fecha.

La “madre de todos los *short squeezes*” (estrangulamiento de posiciones cortas) como lo llamó un analista, hizo protestar a los inversores que alegaban que fueron engañados por Porsche.

Los *dealers* afirmaron que aquellos *traders* que vendieron acciones prestadas de Volkswagen con la esperanza de volverlas a comprar a menor precio entraron en pánico ante el anuncio de la toma de control por Porsche.

“Alguien debe haber estado muy desesperado para conseguir las acciones, de manera que en algún momento habrá una sorpresa sobre quien tendrá estas grandes pérdidas — porque alguien debe haber perdido un montón de dinero—”, dijo Christian Schick, director de gestión de cartera en Alemania de Fortis Investments.

Las acciones de Morgan Stanley, Goldman Sachs Group Inc y de Societe Generale bajaron el martes con los *traders* diciendo que se especulaba que los bancos podrían estar atrapados en el lado malo de las transacciones sobre Volkswagen.

Goldman se negó a hacer comentarios, pero trabajadores de la empresa dijeron que no tenía pérdidas con Volkswagen, mientras que el portavoz de Morgan Stanley dijo que la empresa no estaba expuesta con el fabricante de automóviles. SocGen no pudo ser contactada inmediatamente para comentar, pero el martes anunció que mantenía su predicción de resultados del tercer cuarto.

Aunque Reuters sitúa la causa del *short squeeze*, o cierre masivo de cortos, en la actuación de aquellos bancos de inversión, podría también tener su origen en *hedge funds* que habrían quedado atrapados con los bancos. En cualquier caso se produjo una subida irrealmente disparatada de la compañía que llegó a valer en bolsa más de 200.000 millones de euros, convirtiéndose en la compañía con mayor valor en bolsa. Desde el primer momento estaba claro que la acción estaba muy sobrevalorada,

poniendo de manifiesto la escasa relación que hay entre la cotización de una empresa y su valoración real.

Este tipo de situaciones despierta todas las críticas al sistema de aquellos que firman que no se puede pretender que las cosas se regulen por sí mismas. STIGLITZ,¹⁴⁷ mantiene que uno de los argumentos a favor de mercados desregulados era que en ellos se dan grandes incentivos para obtener información; si alguien descubre que una acción es más valiosa de lo que otros piensan, si la compra antes de que éstos obtengan esa información, aquel sujeto obtiene una ganancia de capital. Esta función de los mercados de capital de descubrimiento de precios ha sido a menudo presentada como una de sus virtudes. Pero la cuestión es si la sociedad en su conjunto se beneficia con el individuo que descubrió esta información un nanosegundo antes que cualquier otro: si obtener la información un nanosegundo antes no da lugar a un cambio en decisiones reales (por ejemplo que afectan a la inversión), entonces el descubrimiento sería fundamentalmente redistributivo, de otra manera, las ganancias de los que obtienen la información se consiguen a expensas de otros. Para este autor hay además otras ineficiencias asociadas con la adquisición de información: la información puede tener efectos adversos en la volatilidad y puede conducir a la destrucción de los mercados, afectando al bienestar. Considera demostrado que las asimetrías en la información están relacionadas con mercados inexistentes o imperfectos.

1.4. Posiciones cortas y venta en corto

Es diferente una “posición corta” de la “venta en corto”.

En el hundimiento del mercado de viviendas en Estados Unidos en 2008-2009 muchos inversores habían tomado posiciones para especular con la caída de los precios de los inmuebles. Para conseguir este objetivo, y debido a los altos costes de transacción y las dificultades inherentes para la venta en corto de activos físicos, los inversores recurrieron a diversas estrategias financieras usando de valores negociables vinculados a los mercados de inmuebles. Estas estrategias son relativamente baratas de implementar

¹⁴⁷ STIGLITZ J. E. :“Information and the Change in the Paradigm in Economics”. Prize Lecture December 8, 2001, at Aula Magna, Stockholm University.http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2001/stiglitz-lecture.html

e incluyen: (i) comprar seguros de fallidos (CDSs, *credit default swaps*) u obligaciones sobre deudas garantizadas (CDOs, *collateralized debt obligations*); (ii) vender futuros sobre el índice de viviendas de Case-Shiller; y (iii) vender en corto valores vinculados con inmuebles, tales como fondos de inversión en inmuebles, inmobiliarias o Freddie Mac y Fannie Mae. A. C.¹⁴⁸

Una posición corta es una exposición favorable ante variaciones negativas (disminución) en el precio de un activo, que puede ser resultado de diferentes operaciones de contado y derivados, incluyendo una operación de venta en corto.

La venta en corto de un valor siempre crea o incrementa una posición corta relativa a dicho valor, si bien no todas las posiciones cortas son necesariamente resultado de ventas en corto. Las posiciones cortas en un valor constituyen una herramienta de gestión de riesgo de mercado para inversores con posiciones largas en el mismo instrumento, en el que la posición corta les sirve para compensar el impacto negativo que para su cartera pudiera tener un descenso en el valor del instrumento, pero no puede negarse que un buen número de inversores adoptan posiciones cortas en valores respecto de los cuales carecen de posiciones largas, o respecto a un mayor volumen que el que mantienen en la posición larga, para beneficiarse en términos netos de la disminución en el valor del instrumento por la que apuestan.

1.5. Los efectos de manada

La venta en corto no es ilegal o inmoral dentro de una economía de mercado, además, las ventas en corto también tienen efectos positivos en los mercados de valores, según reconocen la práctica totalidad de los autores y la propia Unión Europea:¹⁴⁹ incrementan la liquidez en los mercados, al incorporar órdenes de compra y venta que de otro modo no se producirían; y permiten actualizar de una manera más rápida el precio de mercado de los valores a la información disponible, contribuyendo a una mayor eficiencia en el mercado y a la mitigación de las burbujas alcistas.

¹⁴⁸ SAFFI, P. y VERGARA-ALERT, C.: “The Big Short versus The Right Short: Short Selling Activity and Housing Prices Predictability, <http://www.ssrn.com/>.”

¹⁴⁹ La Comisión ha reconocido en el documento “Comission public consultation on short selling-Eurosystem reply”, de 5 de agosto de 2011, que las ventas en corto pueden contribuir, en condiciones normales de mercado, a una fijación eficiente de los precios de los instrumentos negociados y a mantener la liquidez del mercado, no obstante la existencia de riesgos asociados a ella.

Lo que no quiere decir que no existan y se hayan denunciado posibles efectos perversos de esta práctica, especialmente en coyunturas de inestabilidad financiera.¹⁵⁰ Agresivas apuestas bajistas respecto de un valor pueden desencadenar un efecto llamada en el resto de participantes en el mercado, que asumen en ocasiones que quien apuesta a la baja cuenta con información que ellos no tienen o han pasado por alto para adoptar esa estrategia y no quieren arriesgar su posición, de forma que lo que comienza siendo una apuesta bajista individual, tan meditada e informada como la apuesta alcista de quien mantiene una posición larga, acaba siendo secundada por quienes se fían más de la apuesta de otros que de su propio análisis. Ese efecto psicológico no afecta únicamente al valor de mercado de las entidades, sino a la percepción de su propia solvencia. Las ventas en corto son también un instrumento idóneo para aprovecharse de una manipulación del mercado a la baja. Se les acusa también de provocar una mayor volatilidad en los mercados, distorsiones que se recrudecen cuando las ventas en corto son en descubierta.

En la contrastada opinión de experimentados operadores de los mercados, en este caso del de *commodities*,¹⁵¹ existen muchos dichos del mercado sobre los inversores y las *crowds* (manadas) —como los que afirman “no sigas a la manada”, “haz lo contrario”, o “negocia en contra de la mayoría del público”— pero muy pocos saben qué es una manada, menos saben reconocerla, y aún menos saben que forman parte de ella. La mayoría de los estudios sobre manadas son en realidad estudios o referencias a los frenesís inversores que se apoderan de los mercados a lo largo de la Historia.

¹⁵⁰ Estas denuncias vienen facilitadas por la inestabilidad crónica de los mercados. Constató THOMAS PIKETTY: “En principio la función del sistema de intermediación financiera (bancos y mercados financieros principalmente) es encontrar los mejores usos posibles del capital, de manera que cada unidad de capital disponible se invierta allí donde es más productiva —en el otro extremo del mundo si es necesario— y produzca a su detentador el mejor rendimiento posible. Un mercado de capital se considera “perfecto” si cada unidad de capital se invierte en el mejor uso posible y obtiene la máxima productividad marginal disponible en la economía, si es posible dentro de una cartera de inversiones perfectamente diversificada (de manera que beneficie sin ningún riesgo del rendimiento medio de la economía), y todo ello con los mínimos costes de intermediación.

En la práctica, las instituciones financieras y los mercados bursátiles están generalmente muy alejados de este ideal de perfección, y se caracterizan frecuentemente por la inestabilidad crónica, las vagas especulaciones y la repetición de burbujas. Se puede decir que es no es nada sencillo encontrar en todo el planeta, incluso en todo un país, el mejor uso posible de una unidad de capital....”

PIKETTY, T. (2013): *Le capital au XXI siècle*. Éditions du Seuil. P.338-339

¹⁵¹ PAUL, J. y MOYNIHAN, B. (2013, reedición): *What I Learned Losing a Million Dollars*. Columbia Business School. P.102 y ss

Como ejemplo se suele citar el que es considerado uno de los momentos más famosos en los que una multitud perdió su cabeza colectiva: la burbuja de los tulipanes en Holanda. En 1634 un boom especulativo en el primitivo mercado de valores holandés desembocó en el mercado de flores, de forma similar a cómo el boom especulativo en los mercados de valores mundiales de los años 80 desembocaría en el mercado de arte. La gente de todas las clases sociales vendía sus propiedades para obtener liquidez e invertir en bulbos de tulipanes. En su máximo en 1637, los bulbos se vendían individualmente en el mercado de tulipanes por el precio equivalente a 10 veces el salario anual de un trabajador medio. Fue la inusitada demanda de tulipanes como símbolo de estatus por parte de las clases acomodadas de la rica Holanda la que hizo inventar los contratos de futuros. El inversor no adquiría un tulipán sino un derecho de propiedad sobre un bulbo que estaba bajo tierra, que no se podía mover, un derecho sobre un “futuro” tulipán, y antes de que floreciera el tulipán lo vendía a un tercero, y así sucesivamente, el precio aumentaba con cada transacción y todos los inversores confiaban en que la demanda por los tulipanes de las clases acomodadas les llevaría a pagar cualquier precio por ellos cuando llegara el momento de su florecimiento, y en cualquier caso siempre un precio superior al de la última transacción. Cuando esto no ocurrió por circunstancias no aclaradas pero probablemente vinculadas con el excesivo precio alcanzado, estalló la burbuja.¹⁵²

La búsqueda de patrones comunes a este tipo de episodios especulativos ha creado varios modelos que describen las fases del proceso que opera cuando un mercado es arrastrado por una manada, PAUL, J. y MOYNIHAN, B.¹⁵³ citan el modelo de MINSKY¹⁵⁴: (1) desplazamiento, un acontecimiento externo (guerra, malas cosechas, etc.) sacude el sistema macroeconómico; (2) oportunidades, el desplazamiento crea oportunidades para obtener beneficios en algunos sectores de la economía a la vez que hunde otros sectores, inversión y producción se centran en los sectores que dan beneficios y se produce el boom económico (o burbuja en terminología más reciente);

¹⁵² Para una extensa explicación de la crisis de los tulipanes: TRÍAS DE BES, F. (2009): *El Hombre que Cambio su Casa por un Tulipán*. Temas de Hoy (Ediciones Planeta Madrid SA).

¹⁵³ PAUL, J. y MOYNIHAN, B. (2013, reedición): *What I Learned Losing a Million Dollars*. Columbia Business School. P.102-104

¹⁵⁴ KINDLEBERGER, C.P. (1989): *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. New York: Basic.

(3) expansión del crédito, que alimenta el boom; (4) euforia, la especulación sobre el incremento de los precios se empareja con las inversiones en la producción y la venta.

Otro de los patrones empleado para describir el apoderamiento del mercado por una manada es: (1) especulación; (2) expansión del crédito; (3) tensiones financieras; (4) crisis; (5) pánico y hundimiento.

La manada también puede ser considerada como una aproximación contraria al mercado, en la que un inversor busca la confirmación universal cuando el mercado alcanza máximos y la capitulación también universal cuando éste alcanza sus mínimos. Los “contrarios” toman posiciones contrarias a la manada. Pero nadie puede estar siempre en contra de la manada. De hecho, todos toman posiciones similares a la manada al menos parte del tiempo, porque esta es la única manera de que la idea sea beneficiosa; la manada debe llegar y mover el mercado hacia la posición elegida.

Hay distintas variaciones de estos modelos pero en esencia la manada ha sido estudiada, descrita y explicada en términos de acontecimientos históricos antes que un proceso mental que puede pasarle a los individuos. La manada es considerada como algún tipo de anónimos *ellos* que quedan atrapados en un mercado desbocado.

Estas visiones convencionales revelan muy poco sobre el proceso de decisión individual, los patrones describen los acontecimientos del mercado, no el estado mental de un individuo que forma parte de la manada, pero los modelos sirven para advertir a un individuo cuando forma parte de una manada. Como afirma STIGLITZ, el mayor condicionante del entorno de un individuo es la conducta de otros, y esa conducta por su parte puede depender de creencias sobre la conducta de otros.¹⁵⁵

¹⁵⁵ STIGLITZ J. E., “Information and the Change in the Paradigm in Economics”. Prize Lecture December 8, 2001, at Aula Magna, Stockholm University. http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2001/stiglitz-lecture.html

1.6. Riesgo sistémico

El riesgo sistémico se produce cuando la quiebra de un agente en el mercado se extiende a otros agentes o mercados a través de transacciones financieras o de vínculos financieros. Estas crisis repercuten en los Estados, en sus ciudadanos, que han de pagar con sus impuestos el rescate de los agentes quebrados.

Impedir el riesgo sistémico derivado de la venta en corto y el efecto manada lleva a los reguladores a prohibirla. Así, durante la crisis financiera de 2008 reguladores de todo el mundo adoptaron prohibiciones de las ventas en corto para evitar el pánico en el mercado. Estas prohibiciones se impusieron en un momento en el que el hundimiento de los mercados y las grandes tensiones en las instituciones financieras estaban socavando seriamente la confianza de los inversores y preocupaban en gran medida a reguladores y gobiernos.

Las prohibiciones estaban dirigidas a detener los “ataques de los osos” (*bear raids*). En un ataque de este tipo, muchos operadores en un mercado venden en corto grandes cantidades de valores de una sociedad cotizada forzando el hundimiento del precio. Para que la manipulación del precio sea rentable, los vendedores en corto tienen que crear pánico y acabar con la confianza de inversores y otros miembros del mercado. Como consecuencia, la caída inicial de los precios impacta en los fundamentales¹⁵⁶ de aquella sociedad dando lugar a nuevos descensos en el precio de la acción.

Como veremos después con más extensión, la prohibición de ventas en corto que se adoptó en USA y el Reino Unido el 19 de septiembre de 2008 respondía al pánico creado por el mercado de hipotecas sub-prime, el ejemplo fue seguido por otros muchos países que en fechas posteriores adoptaron también prohibiciones. La crisis europea de deuda soberana, que afectó de diversas maneras a los costes de financiación de los bancos europeos (particularmente a los costes interbancarios a corto plazo), hizo que los

¹⁵⁶ En el sentido más amplio, el análisis fundamental (básico) supone el estudio de cualquier dato, además de la cotización de la acción estudiada, que pueda influir en el precio o el valor que se le atribuye a una acción. Como indica su nombre, implica llegar hasta lo básico. Al contrario que su primo, el análisis técnico, que se centra únicamente en la negociación e historia de los precios de una acción, el análisis fundamental se centra en crear un retrato de una sociedad, identificar el valor intrínseco, o fundamental, de sus acciones y comprar y vender las acciones basándose en esta información.

<http://www.investopedia.com/articles/fundamental/03/022603.asp>

reguladores de Bélgica, Francia, Italia y España de forma coordinada prohibieran las ventas en corto. En estos casos los reguladores justificaron la necesidad de prohibir la venta en corto por la conducta en manada de los vendedores en corto, determinada por su visión negativa de las entidades financieras. Ese efecto manada potencialmente podría afectar a otras entidades sanas presionando a la baja el precio de sus acciones.

La estabilidad de la industria financiera descansa sobre la confianza del público, lo que la hace más vulnerable a los ataques de pánico. Los precios de las acciones reflejan el futuro del valor, de forma que la bajada de su precio afecta a la confianza de inversores actuales y futuros, y provoca ulteriores bajadas debido a que las entidades con poca capitalización bursátil tienen mayor riesgo de quiebra. La disminución del precio de las acciones de estas entidades reduce su capacidad de obtener financiación y fuerza una liquidación de activos ineficiente, que produce nuevas caídas en el precio de la acción.

Cuando todo el sector financiero está escaso de capital las entidades financieras con poco capital crean el mayor riesgo sistémico debido a que ninguna otra entidad dentro del sistema puede asumir sus riesgos. En este sentido las instituciones financieras poco capitalizadas serían las más vulnerables al tipo de manipulación de precios que se atribuye por algunos a los vendedores en corto, y la venta en corto abusiva potencialmente podría aumentar la volatilidad y el contagio del riesgo de las entidades financieras.

Estudios recientes sobre las restricciones de las ventas en corto impuestas durante la crisis financiera¹⁵⁷, se han centrado en las consecuencias que la prohibición de las ventas en corto ha tenido sobre la liquidez de las acciones, la formación de precios y rentabilidad. La mayoría de esos estudios concluyen que las prohibiciones tienen un efecto negativo para las bolsas, lo cual no es sorprendente si se consideran esas prohibiciones como equivalentes a una suspensión de convertibilidad para prevenir un corralito bancario. La suspensión rompe los términos del contrato de depósito pero, a

¹⁵⁷ Citados en PAIS, A., STORK, P.A., (2013): “Short-Selling, Leverage and Systemic Risk”, <http://ssrn.com/>

cambio, otorga a los bancos tiempo para restaurar la liquidez y la confianza de los inversores.¹⁵⁸

1.7. Abuso de mercado

En la medida que la venta en corto afecta a la determinación del precio de los valores cotizados, su prohibición también se justifica para impedir el abuso de mercado.

En una perspectiva económica que emplea ZUNZUNEGUI, son consideradas abuso de mercado aquellas conductas que hacen peligrar o lesionan la función pública de la información en cuanto criterio de justa distribución del riesgo negocial en el mercado de valores. La disciplina legal del abuso de mercado pretende preservar la confianza de los inversores y la integridad de los mercados. Con esta normativa se trata de proteger al inversor frente a los riesgos que derivan de la asimetría informativa, a que algunos inversores se vean perjudicados al no tener acceso a la información financiera o no sean capaces de utilizarla correctamente.¹⁵⁹

La integridad y eficacia de los mercados de valores requiere que todos los intervinientes se puedan beneficiar en forma igual de la mayor información posible, o más exactamente de la información pertinente para tomar su decisión. Es necesario que puedan tener confianza en el mercado y en su mecanismo de formación de precios. En consecuencia, el mercado no debe recibir informaciones falsas, y, correlativamente, quien reciba informaciones pertinentes no conocidas por el público en general, en principio, no debería poder utilizarlas. Estos comportamientos son un atentado grave a la calidad de la información y al principio de igualdad, condiciones esenciales de la transparencia necesaria para la eficacia de los mercados. Por último, se debe evitar que los precios se formen mediante manipulaciones dirigidas a interferir el funcionamiento

¹⁵⁸ “La incertidumbre como un motivo para no gastar debe ser distinguida “del terror irracional no justificado” del que Roosevelt habló en su primer discurso inaugural [...primero, dejadme afirmar mi firme creencia en que lo único que tenemos que temer es el miedo —terror innombrable, irrazonable injustificado, que paraliza los esfuerzos necesarios para convertir la retirada en avance]. La gente puede pensar que todos los activos están sobrevalorados y que por tanto los precios caerán. Este no sería un temor irracional durante un espiral deflacionista, y de hecho cuando habló Roosevelt la economía se encontraba en un espiral así desde hacía años. Pero el temor es un estado emocional que puede exagerar los peligros a los que se enfrenta una persona. (...)Se puede esperar que el optimismo y el pesimismo afecten a la conducta de los consumidores y a los hombres de negocios”.

POSNER, R. A. (2010): *The crisis of capitalist democracy*. Cambridge: Harvard University Press. P.298-299

¹⁵⁹ ZUNZUNEGUI, F. (2005): *Derecho del Mercado Financiero*. Ed. Marcial Pons. Madrid. P.483

normal del mercado y a inducir al público al error. Se ha de luchar contra lo que la Directiva 2003/6/CE calificó como abuso de mercado.¹⁶⁰

La Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo 28 de enero de 2003 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado), buscaba como objetivo impedir los abusos de mercado, con el fin de preservar el buen funcionamiento de los mercados financieros de la Unión Europea.¹⁶¹

En esta normativa europea el abuso del mercado se definió descriptivamente, estableciendo las circunstancias en las que los inversores se vean perjudicados irrazonablemente, directa o indirectamente, por personas que:

- 1) hayan utilizado información confidencial (operaciones con información privilegiada);
- 2) hayan distorsionado el mecanismo de fijación de precios de instrumentos financieros;
- 3) hayan divulgado información falsa o engañosa.

Estas conductas pueden socavar el principio general de que todos los inversores deben encontrarse en pie de igualdad.¹⁶²

La Directiva de abuso de mercado de 2003 fue sustituida por el Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado), por el que se derogan la Directiva

¹⁶⁰ COURET, A., LE NABASQUE, H., COQUELET M., GRANIER, T., PORACCHIA, D., RAYNOUARD, A., REYGROBELLET, A., ROBINE, D.; *Droit financier*. 2ª édition. Éditions Dalloz 2012. P.1118

¹⁶¹ http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_transactions_in_securities/124035_es.htm

¹⁶² Los peligros de que ciertas minorías puedan escapar del control legal e imponer su voluntad en el mercado, en general, han sido puesto de manifiesto por ACEMOGLU, D., ROBINSON, J.A., (2013): *Why nations fail: the origins of power, prosperity, and poverty*. Edición: 1st. Editorial: London. Profile Books. P.308-9. La noción del Estado de derecho no solamente excluye al absolutismo sino que crea un tipo de círculo virtuoso: si las leyes se aplican en forma igual a todos, entonces ningún grupo o individuo se puede colocar por encima de la ley, y todo el que es acusado de hacerse con la propiedad de otro tiene derecho a un juicio justo. Estos círculos virtuosos nacen no solo de la lógica inherente al pluralismo y al estado de derecho, sino también porque las instituciones políticas inclusivas (no gobernadas por y para élites) tienen a apoyar a las instituciones económicas inclusivas. Esto lleva a una redistribución más equitativa de las rentas, reforzando a un segmento más amplio de la población y haciendo más igualitario el campo político.

Op.Cit. P.313 Hay también una dinámica de *feedback* positiva entre instituciones inclusivas económicas y políticas. Las instituciones económicas inclusivas conducen al desarrollo de mercados inclusivos, inducen una distribución más eficiente de recursos, animan la adquisición de educación y habilidades, y promueven mayores innovaciones y tecnologías.

2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión. También por la Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado (Directiva sobre abuso de mercado).

En este Reglamento 596/2014, se mantiene sustancialmente el mismo concepto descriptivo de abuso de mercado que abarca conductas ilegales en los mercados financieros y que, a los efectos del Reglamento, debe entenderse como la realización de operaciones con información privilegiada, la comunicación ilícita de la misma y la manipulación de mercado, por considerar que tales conductas impiden la plena y adecuada transparencia del mercado, que es una condición previa para la negociación por parte de los agentes económicos en unos mercados financieros integrados

No obstante este último Reglamento, la regulación positiva española sigue siendo el art.83 ter LMV:

“1. Toda persona o entidad que actúe o se relacione en el mercado de valores debe abstenerse de la preparación o realización de prácticas que falseen la libre formación de los precios. Como tales se entenderán las siguientes:

a) Las operaciones u órdenes:

Que proporcionen o puedan proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de los valores negociables o instrumentos financieros.

Que aseguren, por medio de una persona o de varias personas que actúen de manera concertada, el precio de uno o varios instrumentos financieros en un nivel anormal o artificial, a menos que la persona que hubiese efectuado las operaciones o emitido las órdenes demuestre la legitimidad de sus razones y que éstas se ajustan a las prácticas de mercado aceptadas en el mercado regulado de que se trate.

b) Operaciones u órdenes que empleen dispositivos ficticios o cualquier otra forma de engaño o maquinación.

c) Difusión de información a través de los medios de comunicación, incluido internet, o a través de cualquier otro medio, que proporcione o pueda proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros, incluida la propagación de

rumores y noticias falsas o engañosas, cuando la persona que las divulgó supiera o hubiera debido saber que la información era falsa o engañosas. Con respecto a los periodistas que actúen a título profesional dicha divulgación de información se evaluará teniendo en cuenta las normas que rigen su profesión, a menos que dichas personas obtengan directa o indirectamente una ventaja o beneficio de la mencionada difusión de información.

2. No obstante, no se considerarán incluidas en el apartado anterior las operaciones u órdenes a que se refiere el art. 81.3 y en general las efectuadas de conformidad con la normativa aplicable.

3. Se faculta al Ministro de Economía y, con su habilitación expresa a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, para desarrollar, respecto a la prohibición establecida en este artículo, una relación y descripción no exhaustiva de las prácticas concretas contrarias a la libre formación de los precios.”

La sentencia de la Sala de lo Contencioso-Administrativo del Tribunal Supremo de 31 de marzo de 2003¹⁶³, refiriéndose a la infracción administrativa de falseamiento de la libre formación de precios, indica que el bien jurídico es el mecanismo o proceso de formación libre de los precios en el mercado, tratando de asegurar la transparencia y la igualdad de oportunidades entre los distintos inversores, cuya conculcación es potencialmente lesiva de los interés de éstos así como del sistema financiero en general. La acción infractora consiste en desarrollar prácticas dirigidas a falsear la libre formación de los precios en el mercado de valores, con independencia de que tal resultado se alcance, si bien es exigible que el instrumento utilizado al efecto sea apto para alcanzar la finalidad.

Como las operaciones en corto pueden ser causa o consecuencia del abuso de mercado son siempre sospechosas de incurrir en este tipo de prácticas prohibidas.

¹⁶³ El Derecho: EDJ 2003/7022, STS Sala 3ª, de 31 marzo 2003.

2. PROBLEMÁTICA ASOCIADA A LA VENTA EN CORTO

Nos hemos referido a dos contrastados efectos negativos de la venta en corto; el riesgo sistémico y el abuso de mercado. Desde la perspectiva del inversor individual, del dueño de los títulos sobre los que recae la venta en corto, la venta en corto también es potencialmente problemática por varias razones:

Primero, el dueño (o mejor dicho, el que puede disponer de la acción) no tiene porqué saber que las acciones han sido prestadas al vendedor en corto. Al prestamista no dueño de la acción le es indiferente que el precio de la acción suba o baje, en todo caso, está a favor de la caída del precio de la acción, en la medida que hace más fácil que el vendedor en corto pueda recomprar la acción. Sin embargo, la caída del precio de la acción es precisamente lo que el propietario desearía evitar. Este choque de intereses incluso empeora cuando los mercados bajan ya que los servicios de préstamo serán muy demandados.

Segundo, el propietario no recibe una compensación por el coste externo que le imponen los contratos de préstamo de sus acciones. Se podría defender que el beneficio marginal que recibe el prestamista por dar este servicio a los vendedores en corto se transmite al propietario en la forma de unos honorarios generales más bajos. Sin embargo, es difícil afirmar que es este el caso.

En tercer lugar, el préstamo de acciones permite la separación de la propiedad (formal) económica y los derechos de voto de las acciones, ya que la titularidad de las acciones, incluidos los derechos de voto en las juntas de accionistas, pasan al prestatario con el contrato de préstamo de las acciones. Esta vinculación de los derechos de voto de las acciones al vendedor en corto es problemática y se intensifica con el hecho de que el propietario puede no saber que sus acciones han sido objeto de un contrato de préstamo de acciones. Mientras que el vendedor en corto —con un interés económico negativo en la respectiva sociedad— ostenta el poder de voto en las juntas de accionistas, el propietario no tiene esos derechos, al menos mientras dure el contrato de préstamo de las acciones. Durante años economistas y juristas han analizado hasta qué punto esta separación podría ser beneficiosa sin llegar a una conclusión definitiva.

Cuarto, el préstamo de acciones (sea o no para su venta en corto) también tiene un riesgo crediticio sustancial. Si los propietarios de las acciones las depositan en un prestamista de acciones (por ejemplo un banco de inversión) —posiblemente sin siquiera saber que sus acciones han podido ser prestadas a un tercero— se arriesgan a no recuperarlas si el prestamista quiebra. Incluso el propietario podría no ser capaz de averiguar dónde están sus acciones o cuantas posee aún el prestamista concursado.

Si el vendedor en corto no consigue en préstamo las acciones comprometidas con el comprador y, como consecuencia, no le hace entrega de las acciones en la fecha pactada, incumple el contrato de venta. En este caso, el comprador puede obtener las acciones dando instrucciones a un miembro del mercado para que localice y compre las acciones comprometidas, las que tenga depositadas o directamente en el mercado. Esta compra tendrá éxito si el miembro del mercado consigue localizar acciones del tipo y cantidad que cubran la venta en corto. Sin embargo, si no hay suficiente liquidez de acciones del tipo comprometido, el miembro del mercado puede que no consiga las acciones requeridas y la recompra puede acabar en otro incumplimiento. En este caso, el vendedor en corto tiene, y puede que continúe teniendo por mucho tiempo, una obligación insatisfecha abierta con el miembro del mercado y no recibirá fondos hasta que las acciones sean entregadas. Simultáneamente, el comprador de las acciones está insatisfecho hasta que las acciones estén disponibles. El riesgo del miembro del mercado está, al menos en parte, cubierto por la garantía depositada por el vendedor en corto.

3. ASPECTOS POSITIVOS DE LA VENTA EN CORTO

3.1. En general

Se pueden identificar distintas funciones positivas que la venta en corto produce en los mercados.

(1) Descubrimiento eficiente de los precios: permiten a los mercados incorporar nuevos datos con más rapidez, sobre todo los datos pesimistas en el proceso de descubrimiento del precio. El resultado son precios más fiables.

(2) Mejoran la liquidez y reducen el coste de operación: aumentan el mercado, reduciendo así el *spread* o coste de operación en el que incurren los partícipes en el mercado.

(3) Asignación más eficaz de capital y riesgo: los vendedores en corto pueden contribuir a amortiguar las burbujas de precios al suavizar los picos excesivos de los precios de mercado y acelerar las correcciones. De igual modo, cuando los mercados están sobrevendidos, los vendedores en corto pueden contribuir a restablecer cierto equilibrio al comprar valores para cubrir sus posiciones cortas.

(4) Menor coste del capital: al amortiguar las burbujas, las ventas en corto contribuyen a reducir la volatilidad del mercado, impiden indirectamente que los precios de las acciones se disparen a niveles excesivos y proporcionan una mayor estabilidad, con lo que el coste para las empresas de obtener capital en el mercado puede limitarse potencialmente.

(5) Arbitraje: sin la existencia de las ventas en corto, algunos títulos, como los bonos convertibles¹⁶⁴, simplemente no serían comercializables. El motivo es que muchos inversores intentan equilibrar su exposición a riesgo por la compra de un convertible con una posición corta en el título de renta variable asociado a su opción de conversión. Si no existiera esta fórmula para mitigar el riesgo, el resultado podría ser la eliminación de hecho de un canal muy importante para la obtención de capital, sobre todo para las entidades financieras.

(6) Proporcionan una fuente adicional de ingresos a los inversores con posiciones largas: los inversores con posiciones largas pueden prestar sus títulos a vendedores en corto y obtener una comisión por esta actividad. Esto permite que, por ejemplo, los

¹⁶⁴ El bono convertible es un activo financiero de renta fija con la característica especial de que existe la posibilidad de convertir el valor del bono en acciones de la empresa de nueva emisión, creadas mediante una ampliación de capital. Por tanto, otorgan a sus tenedores un derecho más, además de los que usualmente están incluidos en los bonos.

El hecho de que las acciones en las que se puede convertir el bono sean producto de una ampliación de capital es lo que diferencia los bonos convertibles y bonos canjeables, ya que en estos últimos, por el contrario, se entregan acciones ya existentes, pertenecientes a la autocartera de la empresa.

<http://www.expansion.com/diccionario-economico/bono-convertible.html>

fondos de pensiones mejoren su rentabilidad y beneficien en última instancia a sus partícipes.

3.2. Determinación de los precios

El principal argumento a favor de las ventas en corto es que, si se prohíben, los precios de las acciones no reflejarán toda la información, y los precios imprecisos implican una distribución incorrecta del capital en la economía. La ineficiencia del mercado conduce a la ineficiencia distributiva social. En la literatura científica se han dado diversas versiones de este mismo argumento, algunas de las cuales citaremos brevemente:¹⁶⁵

Los inversores en corto (*bearish*) desearían apostar en corto contra un valor, si se prohíbe la venta en corto no pueden hacerlo y tienen que esperar (como veremos las prohibiciones suelen ser temporales). La consecuencia es que el precio de las acciones solo reflejará la opinión de los inversores optimistas que son los que adoptan posiciones largas, y aumentarán los precios. La prohibición de las ventas en corto da lugar a precios demasiado elevados a los que siguen menores beneficios. Las ventas en corto proporcionan información negativa sobre las acciones, que es complementaria a la información positiva que ya está contenida en las ventas de acciones. Por otra parte, mientras que los inversores a largo normalmente son contrarios a revelar información al mercado, los vendedores en corto en cambio están incentivados para no mantener en secreto sus posiciones cortas¹⁶⁶, pueden tener interés en que sus posiciones sean conocidas por otros inversores para producir un movimiento estratégico de bajada de los precios y eventualmente obtener mayores beneficios.

Además, existe un motivo especulativo a favor de las ventas en corto. Con las restricciones a las ventas en corto, la única forma de obtener beneficios es operando con el mayor optimismo de otros. Los inversores podrían comprar acciones a un precio mayor para venderlas después a otros inversores aún más optimistas.

¹⁶⁵ Siguiendo a GRUENEWALD, S., WAGNER, A., WEBER, R.: "Short Selling Regulation after the Financial Crisis – First Principles Revisited". Date posted: July 27, 2009. www.ssrn.com.

¹⁶⁶ Recuérdense los ejemplos de Gotham City Research LLC/Let's Gowex y Porsche/Volkswagen citados en anterior epígrafe.

Otros estudios¹⁶⁷ concluyen que la verdadera causa de las crisis financieras es el miedo a las turbulencias financieras y no la escasez de liquidez. Esta concepción supone que las restricciones que dificultan a unos inversores adelantar a otros (como se produce con las ventas en corto) pueden prevenir las crisis financieras. Conclusión que apoyan otros estudios que consideran que las ventas en corto pueden desestabilizar la economía¹⁶⁸. Es más, en algunos análisis se ha apreciado que hay un efecto retroalimentativo entre los precios en los mercados financieros y las decisiones de inversión. Estos estudios descubren que las actividades manipulativas pueden terminar con el papel locativo de los precios. De manera que las restricciones en las ventas en corto pueden ser beneficiosas. Sin embargo, las restricciones también podrían aumentar el volumen de precios artificiales y las consecuentes correcciones, agravando el declive de los precios en lugar de prevenirlo, porque la información negativa no revelada por los inversores solo aparece cuando el mercado empieza a bajar o reduce la velocidad de ajuste a la información privada.

3.3. Efectos en la liquidez

Las ventas en corto también pueden facilitar la liquidez, por ejemplo haciendo más fácil la negociación aumentando el número de vendedores potenciales en el mercado. La negociación de grandes volúmenes reduce los costes de transacción y, por tanto, tiende a crear eficiencia.

Algunos de los estudios realizados sobre las prohibiciones de las ventas en corto consideran que la Emergency Order de 15 de julio de 2008, de la SEC, que requería que cualquiera que negociara la venta en corto de alguno de los valores de una lista de 19, debía haber obtenido la disponibilidad de las acciones antes de su venta y debía entregarlas en la fecha establecida, prohibía de hecho la venta en corto descubierta de los valores de la lista. Estos estudios descubrieron que la prohibición temporal está asociada con un declive en la liquidez de las acciones a las que afecta. En otro estudio sobre la lista ampliada de la SEC, de septiembre de 2008, que comprendía la prohibición temporal de cualquier tipo de ventas en corto de las acciones de casi 1000

¹⁶⁷ Igualmente citados en GRUENEWALD, S., WAGNER, A., WEBER, R.: “Short Selling Regulation after the Financial Crisis – First Principles Revisited”. Date posted: July 27, 2009. www.ssrn.com.

¹⁶⁸ Algunos citados en, MCCAFFREY, D.: “Review of the policy debate over short sale regulation during the market crisis”. Albany Law Review [Vol. 73.2]. 483 2009-2010.

sociedades financieras, se descubrió que las acciones de esta lista experimentaron un aumento de precio al principio de la prohibición y una bajada temporal del precio cuando finalizó la prohibición temporal de venta en corto. Los cambios en los precios que experimentaron estas acciones, al igual que el impacto de la negociación y la volatilidad intradía, suponen un deterioro de la calidad del mercado.¹⁶⁹

En el Reino Unido, la FSA¹⁷⁰ elaboró un informe sobre los efectos de la prohibición temporal de venta en corto de acciones de las sociedades del sector financiero, que se mantuvo desde el 18 de septiembre de 2008 hasta el 16 de enero de 2009 (FSA, 2009a). Este informe no encontró virtualmente ninguna diferencia entre los dividendos y la volatilidad de las acciones cubiertas por la prohibición y otras sociedades comparables del FTSE 350¹⁷¹, aparecieron evidencias de una disminución del mercado de negociación de las acciones a las que afectaba la restricción así como un aumento en los precios de las acciones restringidas que era mayor que el aumento de los precios experimentado por el mercado en su conjunto.

En el estudio internacional más sistemático que se ha hecho hasta la fecha, BEBER y PAGANO (2009)¹⁷² investigaron los efectos de las restricciones regulatorias temporales adoptadas durante la crisis financiera de 2007-2009. Sobre una muestra de 17.040 acciones de 30 países, estudiadas en el periodo comprendido entre el 1 de enero de 2008 y el 23 de junio de 2009, descubrieron que las prohibiciones de las ventas en corto actuaron en detrimento de la liquidez del mercado, e hicieron más lento el proceso de determinación de precios. Incluso descubrieron que las prohibiciones, en contraste con las intenciones de los reguladores, tenían en el mejor de los casos efectos neutrales sobre los precios de las acciones.

Es posible que los resultados de estos estudios estén influidos por realizarse en un periodo muy extraordinario en el que fijar las causas de los fenómenos puede ser más

¹⁶⁹ Citados por GRUENEWALD, S., WAGNER, A., WEBER, R.: "Short Selling Regulation after the Financial Crisis – First Principles Revisited". Date posted: July 27, 2009. www.ssrn.com

¹⁷⁰ Financial Services Authority (FSA). Es un organismo independiente dotado de personalidad jurídica, tutelado por el Tesoro. Opera desde 2001, rompiendo con la tradición de autorregulación de la Bolsa de Londres. Recientemente se ha dividido en dos autoridades regulatorias distintas: The Financial Conduct Authority y la Prudential Regulation Authority.

¹⁷¹ El índice FTSE 350 es uno de los índices de la Bolsa de Londres, mide las 350 empresas más grandes del mercado por capital.

¹⁷² <http://www.voxeu.org/article/short-selling-bans-crisis-misguided-policy>

difícil que en circunstancias normales al no estar claro qué habría ocurrido en ausencia de prohibiciones. Incluso en el estudio de BEBER y PAGANO, que es el estudio más profundo hasta la fecha sobre el efecto causal de las restricciones de las ventas en corto en los resultados del mercado, el problema de la distorsión producida por el periodo estudiado no está resuelto completamente. En cualquier caso, los resultados en general sugieran un impacto negativo de la regulación de las ventas en corto en la liquidez y, por tanto, en la eficiencia del mercado.¹⁷³

4. EL SUPUESTO ABUSO DEL MERCADO IMPLÍCITO A LA VENTA EN CORTO

En general, permitir las ventas en corto produce los beneficios a los que hemos hecho referencia, aunque también se considera que tienen efectos negativos. Sin embargo no sólo los vendedores en corto pueden usar tácticas abusivas para incrementar ilícitamente su beneficio¹⁷⁴. El abuso del mercado no es exclusivo de los vendedores en corto, por ejemplo, quienes toman posiciones largas pueden difundir rumores falsos positivos sobre la sociedad de la que han adquirido acciones (como que le ha sido adjudicado un contrato importante) para que suba el precio y vender las acciones a mayor precio. Los vendedores en corto pueden hacer lo mismo, pero con rumores negativos. Incluso cabe un tercer escenario, un inversor que quiere comprar acciones de una sociedad extiende rumores negativos sobre ésta para que baje su precio.

GOLDSTEIN y GUEMBEL¹⁷⁵ han creado un modelo sobre estas cuestiones en el que el precio de las acciones de una sociedad se infiere de la calidad de sus futuros proyectos de inversión. Un especulador puede intentar obtener beneficios estableciendo una posición corta sobre las acciones de esa sociedad, esta posición corta provocará la bajada del precio de las acciones, haciendo que la sociedad decida cancelar oportunidades de inversión. Esta decisión es errónea, pues disminuye el valor de la sociedad con lo que permite al especulador beneficiarse. En este escenario, restringir las

¹⁷³ AVGOULEAS, E.: "A New Framework for the Global Regulation of Short Sales: Why Prohibition is Inefficient and Disclosure Insufficient". *Stanford Journal of Law, Business & Finance* Vol. 15:2. Spring 2010.

¹⁷⁴ DONALD, D.: "Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation". *National Taiwan University Law Review* [Vol. 6: 1].

¹⁷⁵ GOLDSTEIN, I., GUEMBEL, A. (2008): "Manipulation and the Allocational Role of Prices". <http://finance.wharton.upenn.edu/~itayg/Files/manipulation-published.pdf>

ventas en corto puede ser útil porque el papel distribuidor de los precios no se realiza correctamente.

Es posible usar las ventas en corto para abusar del mercado, pero no está claro hasta qué punto producen efectos en los precios de las acciones o, más precisamente, si los vendedores en corto pueden iniciar la bajada del precio de las acciones. Es probable que la venta en corto prediga la bajada del precio de las acciones, pero algunos autores mantienen que más bien la sigue. Es una distinción importante, porque cualquier argumento sobre que la venta en corto facilita el abuso del mercado descansa en la premisa de que la dirección de la causa va desde la venta en corto a la bajada del precio y no en el sentido contrario. La afirmación de que el aumento de las ventas en corto es seguida por dividendos negativos anormales responde tanto a la hipótesis de que las ventas en corto amplifican las oscilaciones de los precios, como a la afirmación de que las ventas en corto contribuyen a la eficiente fijación de los precios. Desafortunadamente, hay pocas evidencias directas que identifiquen estas hipótesis.¹⁷⁶

Incluso puede ser que operen otras fuerzas. En general, la literatura científica aún no ha llegado a una conclusión respecto al efecto causal entre ventas en corto y bajadas futuras de precios. En todo caso, aunque los vendedores en corto fueran capaces de bajar el precio de las acciones de forma abusiva todavía habría una gran cantidad de ventas en corto que no suponen ningún abuso de mercado. La venta en corto en sí misma no es abusiva. Luego las restricciones preventivas de las ventas en corto para evitar su posible utilización abusiva probablemente causan mayores costes que beneficios.

Desde el punto de vista de quienes se consideran perjudicados por la venta en corto, por una parte, hay problemas de prueba debido a que no es nada fácil para un demandante demostrar tanto el daño sufrido como que éste fue causado por ventas en corto ilegales, y, por otra parte, una demanda de responsabilidad a menudo simplemente llegará demasiado tarde para impedir que ocurra el daño, por ejemplo la desaparición de una sociedad.

¹⁷⁶ BRIS, A., GOETZMANN, W., ZHU, N.: "Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets around the World". September 2004. papers.ssrn.com

5. ALGUNOS CASOS ESPECIALES

Según lo visto, no parece que la venta en corto amplíe los fallos del mercado consistentes en una escasa información sobre precios, ni tampoco los abusos del mercado, pero podrían existir casos especiales que merecerían una regulación separada. A continuación, trataremos dos de estos casos especiales, que son las ventas en corto descubiertas y la venta en corto en el contexto de las ventas de acciones con condiciones, como en los ofrecimientos de derechos.

5.1. Venta en corto descubierta

La venta en corto descubierta (o desnuda, del inglés “*naked*”, al no haber obtenido previamente el préstamo de las acciones) ha sido una materia de discrepancias particularmente tensas entre académicos y autoridades reguladoras. La sensación general es que el potencial de prácticas abusivas es mayor en las ventas en descubierto en comparación con la venta en corto convencional, y ciertamente la venta en corto descubierta puede ser practicada de forma más agresiva que la venta en corto convencional. Por ejemplo, vendiendo en corto más del 100% de las acciones emitidas por una sociedad. Los reguladores suelen considerar que el requerimiento para cubrir una venta en corto en la fecha establecida supone un límite a la velocidad y extensión de la venta en corto, que evita los grandes incumplimientos en las entregas que podrían dar señales equivocadas sobre las reservas reales de esas acciones y su valor.

En cualquier caso, la mayoría de las *clearing agencies*¹⁷⁷ implicadas en la negociación de ventas en corto tienen un régimen o proceso para intervenir cuando no hay acuerdo y para resolver los fallos en la entrega. Las *clearing agencies* primero buscan las acciones dentro de su organización, y si no las tienen las compran y cargan el importe en la cuenta del vendedor en corto que incumplió. La ausencia de entrega en relación con las ventas en corto (y con las ventas en corto en descubierto en particular) podría, por tanto,

¹⁷⁷ En el sistema bursátil español estas funciones corresponden fundamentalmente a la Sociedad de Sistemas (Iberclear). Según ZUNZUNEGUI, F.: *Derecho del Mercado Financiero*. Ed. Marcial Pons. Madrid 2005. P.797, Iberclear, no obstante, no es una *clearing house*, como las que operan en algunos mercados de valores derivados como el de futuros y opciones, en los que las partes obtienen de la cámara de compensación lo que debe la otra parte. Las entidades que participan de la Sociedad de Sistemas no tienen esta ventaja, porque Iberclear no puede asumir riesgos con los participantes en la compensación.

en la práctica no ser una cuestión tan importante como popularmente se cree que fue en el pasado.

Según CULP y HEATON¹⁷⁸, en términos de sus implicaciones económicas, las ventas en corto descubiertas podrían aproximarse a las ventas en corto convencionales. Mantienen que sólo hay escasas diferencias entre estas dos técnicas. En primer lugar, en una venta en corto, el vendedor en corto, realmente, toma prestadas las acciones del futuro comprador no del prestador de acciones. El futuro comprador entra involuntariamente en una relación de préstamo de acciones. Incluso iniciada una venta ordinaria, esta puede acabar en una venta en corto si el comprador no recibe las acciones en un periodo de tiempo relativamente largo. En segundo lugar, la venta en corto descubierta generalmente aumentará la volatilidad de los precios, pero este aumento se produce sobre la volatilidad ya introducida por la venta en corto convencional.

Frente a ellos se puede alegar que el préstamo de acciones por las *clearing agencies* aumentan el riesgo de manipulación del mercado mediante ventas en corto descubiertas. Las intervenciones de las *clearing agencies* permiten a quienes realizan ventas en corto descubiertas disfrazar como una entrega legítima la entrega de acciones prestadas por el sistema, subsanando así sus incumplimientos en las entregas. Es más, se critica que ese régimen aumenta la creación de acciones fantasmas y, por tanto, el número de acciones disponible, porque se negocian más acciones que las que la respectiva sociedad ha registrado.

A todo ello CULP y HEATON oponen lo siguiente. Primero, a quienes realizan las ventas en corto descubiertas se les carga el precio pagado por las acciones que finalmente fueron entregadas a los compradores, luego asumen el riesgo de que esas acciones no sean finalmente compradas a un buen precio. Segundo, la posición del comprador permanece abierta, tiene un interés en el precio de compra de las acciones y es compensado financieramente por no recibir las acciones en tiempo, y mediante la venta en corto descubierta, el comprador está habilitado para competir en el mercado de préstamo de acciones. Tercero, no parece una forma apropiada de actuar restringir la venta en corto debido a unos supuestos poderes manipulatorios que serían cada vez

¹⁷⁸ CULP, C., HEATON, J.: "The Economics of Naked Short Selling". *Regulation*. Spring 2008.

mayores. Las ventas en corto descubiertas excesivas, como podrían ser las ventas en corto descubiertas para llenar el mercado de acciones fantasmas con la intención de bajar abusivamente el precio de las acciones de una sociedad, ya están clasificadas como actos de manipulación que son ilegales en la mayoría de las legislaciones.

Recientes estudios¹⁷⁹ han puesto de manifiesto que en Estados Unidos no tienen éxito los procedimientos judiciales reclamando una indemnización por daños causados por manipulaciones del mercado mediante ventas en corto descubiertas. Ningún demandante particular ha obtenido una sentencia definitiva que le reconozca una indemnización por los daños sufridos basándose en alegaciones de ventas en corto descubiertas.¹⁸⁰

En suma, a pesar de lo que se afirma generalmente, por sus consecuencias económicas la venta en corto descubierta no es un “caso especial” respecto a la venta en corto convencional, por ello no debería tener un tratamiento regulatorio especial.

5.2. Venta de acciones con ofrecimientos de derechos

Una sociedad que desea refinanciarse u obtener capital para crecer emite nuevas acciones para venderlas. Generalmente, los precios de venta de acciones en mercados secundarios tienen un descuento sobre su precio al cierre del mercado previo al ofrecimiento. Este descuento puede incentivar a los inversores que esperan que se les ofrezcan las acciones, para vender en corto justo antes de que se establezca el precio, y luego cubrir la venta en corto al precio de ofrecimiento que es inferior con las acciones recibidas en la colocación. Esta práctica garantiza al inversor un beneficio. La venta en corto en el contexto de estos ofrecimientos desde luego no contribuye a un descubrimiento de precios eficiente, de hecho podría bajar excesivamente el precio de las acciones.

Los estudios sobre el impacto de las ventas en corto en los ofrecimientos de acciones o de derechos generalmente alcanzan la conclusión de que las prohibiciones son

¹⁷⁹ BROWN STOKES, A.: “In pursuit of the naked short”. *New York University Journal of Law and Business*. vol. 5 no. 1. Spring 2009.

¹⁸⁰ Veremos más adelante como en España apenas existe jurisprudencia pronunciándose sobre la venta en corto, y las sentencias que se han dictado no ventilan demandas de responsabilidad patrimonial derivadas de las ventas en corto.

adecuadas en estos casos porque la venta en corto puede exacerbar el problema del descuento.

5.3. Venta en corto sintética y efectividad de la regulación de la venta en corto

En el Capítulo I veíamos que es condición de una regulación adecuada su efectividad para combatir los fallos del mercado. Teóricamente, cierto tipo de regulación podría parecer beneficiosa para hacer frente a un fallo del mercado, pero, al mismo tiempo, podría ofrecer oportunidades o incluso incentivos para evitar las restricciones que diseña de manera que la regulación pierde su efectividad.

En el contexto de la venta en corto, una cuestión importante es la constatación de que el resultado económico de una venta en corto puede ser obtenido con opciones o futuros.

Desde un punto de vista puramente económico la venta en corto descubierta no es fundamentalmente diferente de la venta en corto tradicional, y, en cualquier caso, es improbable que sus efectos sean muy perjudiciales en los mercados de capitales, incluso podría ofrecer algunos beneficios para su equilibrio.¹⁸¹

Dadas estas posibilidades, parece que cualquier restricción regulatoria a las ventas en corto sería inútil, a menos que el regulador también estuviera dispuesto a restringir las opciones y los futuros. Tales restricciones, en cualquier caso, serán extremadamente costosas debido a que desaparecerían los beneficios de la negociación con los derivados, o serían incumplidas.

Con ello se plantea el dilema de porqué a pesar de todo producen efectos las restricciones a las ventas en corto.

Una razón es que la “replicación” puede resultar demasiado cara, las variaciones de los precios de las ofertas de opciones en las acciones restringidas aumentan sustancialmente más durante la prohibición que aquellas en las acciones no restringidas y declinan de nuevo cuando se levanta la prohibición.

¹⁸¹ Nos referimos en anterior epígrafe al trabajo de CULP, C., HEATON, J.: “The Economics of Naked Short Selling “. *Regulation*. Spring 2008.

A pesar de la aparente equivalencia económica entre la auténtica venta en corto y su replicación con opciones y estrategias de futuros, hay, de hecho, diferencias importantes entre las dos aproximaciones. Primero, el interés en corto, el número de acciones vendidas en corto o en las aproximaciones imperfectas tales como los costes de garantías de préstamo, es una información que está disponible públicamente y que es relevante para establecer el precio porque muestras a los inversores la posición adoptada por otros partícipes en el mercado.

El propósito de un vendedor en corto es inducir la caída del precio de la acción para obtener un beneficio (a pesar de la ambigua evidencia empírica sobre la causalidad entre venta en corto y bajadas de precios). Un vendedor en corto puede no desear que el mercado sepa que tiene intención de vender en corto, pero desde el momento en el que toma la posición corta quiere que el mercado conozca que el nivel agregado de interés en corto ha aumentado. En otras palabras, cuando el mercado conoce el hecho de que los intereses en corto en unas determinadas acciones han aumentado, el vendedor en corto puede considerar más probable que baje el precio de la acción. La venta en corto “secreta”, que no lleva a una información pública sobre los cambios en el nivel agregado de interés en corto, generalmente no es deseada.

Segundo, el tráfico de derivados no tiene ninguna influencia directa en el precio del subyacente ni en el del mismo derivado, mientras que la venta en corto sí que realmente puede tener esa influencia (aunque la evidencia es ambigua como hemos visto). Dada esta premisa, alguien podría concluir que es menos probable usar los derivados con propósitos manipulatorios que las ventas en corto. Al menos el aspecto estratégico es probablemente diferente para la venta en corto comparada con la negociación de derivados, así posiblemente aumenta el beneficio aunque no se practique de una forma manipulativa.

6. PROBLEMÁTICA EN ESPAÑA

Se ha culpado a las formas más agresivas de venta en corto del colapso de Lehman Brothers y de la posterior convulsión y volatilidad extrema de los mercados financieros que inició la crisis financiera mundial en 2008. Algunos consideran que España sufrió

menos este problema debido a su particular regulación de las ventas en corto, que ha hecho que estuviera menos expuesta a los ataques de los cortos.

La principal particularidad del régimen regulatorio español de las ventas en corto es que la venta en corto descubierta ha estado prohibida desde 1939, y, actualmente, se mantiene esta prohibición en el art.64 del Real Decreto 1506, de 30 de junio de 1967, que crea los Mercados de Valores, y que específicamente prohíbe la venta de acciones que no se posean previamente.

En España la venta en corto también es un tipo de venta especulativa que permite al vendedor apostar por la bajada de precios de las acciones de una sociedad cotizada y, por tanto, adoptar una posición negativa. Fuera del contexto especulativo, las posiciones cortas se consideran posiciones defensivas para compensar posiciones largas, basadas en la expectativa de aumento del valor de la acción, que aseguran una cobertura parcial si se produce una caída no deseada en el precio de las acciones.

La normativa española permite la venta en corto con la condición de que el vendedor, antes de negociar la venta de las acciones, pueda disponer de ellas por préstamo, la ejecución de un derecho de opción o de otra forma. En España, al contrario que en la mayoría de países de la Unión Europea, el sistema de negociación requiere que el vendedor identifique previamente las acciones que está intentando vender, es lo que se denomina “Referencia de Registro” o RR. La RR es dada de alta en el registro, y debe ser presentada por la entidad participante cuando, con motivo de una operación de venta, cambio de titularidad o exclusión del sistema, se produzca la cancelación de los valores de su titularidad original.

Aunque la venta en corto descubierta no está permitida parece que sí que se produce y en grandes volúmenes¹⁸². Si el mercado tiene suficiente liquidez, un vendedor puede

¹⁸² La presidenta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), Elvira Rodríguez, adelantó el 24 de julio de 2012 que el supervisor impondrá sanciones si se confirma que se realizaron operaciones al descubierto a finales de mayo en Bankia; *"Si hay operaciones al descubierto, van a recibir una sanción como Dios manda. Todo está conformando un expediente que vamos a llevar a ESMA porque a lo mejor tienen que cambiar algunas cosas"*. Indicó que la CNMV está analizando lo ocurrido en Bankia entre el 16 y el 30 de mayo, cuando se pusieron en el mercado 11.000 millones de acciones; *"Antes de que los valores fueran admitidos a cotización hubo movimientos muy profundos que produjeron una caída de la cotización muy importante antes de que el valor llegara al mercado"*.

vender acciones de las que no dispone en el momento de la venta y, sin embargo, entregarlas en la fecha pactada o incluso antes. Esto hace que sea difícil detectar todos los casos de venta en corto descubierta. Poder vender las acciones sin disponer de ellas facilita mucho hundir la valoración de una sociedad, incluso aunque finalmente el vendedor entregue las acciones en la fecha pactada.

En medio de la tormenta financiera desatada en 2008, confrontados con numerosas quejas contra las ventas en corto, los reguladores de muchos países establecieron normas para reducir la posibilidad de que en mercados turbulentos se utilizara la venta en corto contra sociedades vulnerables. Estas normas consisten sobre todo en restringir la venta en corto, incluso en prohibirla en muchos casos. En España la CNMV aprobó medidas (con efectos a partir del 24 de septiembre de 2008) dirigidas a controlar las grandes operaciones de venta en corto, pero, al contrario que en otros países, la regulación española ya establecía una fuerte protección contra la venta en corto descubierta. La citada Resolución de la CNMV solo sirve para recordar la existencia y plena aplicabilidad de la prohibición.

7. EL ARGUMENTO MORAL

La intervención reguladora sobre la venta en corto consiste en imponer limitaciones más o menos amplias a su operatividad. Estas limitaciones se aprueban para evitar la presión bajista sobre los precios de las acciones, debido a que tradicionalmente se ha considerado que el aumento de las posiciones cortas es consecuencia de la información negativa sobre una acción que se refleja en el precio. Esta es la verdadera razón por la que los administradores de las sociedades cotizadas son generalmente contrarios a las ventas en corto. Durante años la limitación a las ventas en corto se ha justificado con argumentos “morales”, que giran en torno a que nadie debería enriquecerse especulando, pero la realidad muestra que la venta en corto es una estrategia habitual en la inversión bursátil y una de las técnicas preferidas para realizar inversiones arriesgadas, debido a que normalmente es menos costosa que otras estrategias. Incluso los más fervientes oponentes a las ventas en corto suelen reconocer que, en general, es legítimo vender algo de lo que no se es dueño. Sin embargo en situaciones de crisis y

pánico estas cuestiones se olvidan, y prima la postura de quienes exigen su prohibición normalmente para defender intereses particulares y no los del mercado en general.

Implícitamente, la SEC usó el argumento moral sobre la maldad de las posiciones cortas para justificar su restricción de las ventas en corto en 2008, manteniendo, por ejemplo, que las ventas en corto podrían “*privar a los accionistas de los beneficios de la propiedad*”¹⁸³. Aunque este no es un problema específico de las ventas en corto, sino del incumplimiento de obligaciones contractuales en general. Si un incumplimiento se produce de forma deliberada, no solo se considera no deseable sino también que es inmoral. Al considerar el incumplimiento en las ventas en corto implícitamente deliberado (o al menos aceptado), la SEC crea —al menos en este contexto y quizás inadvertidamente— la apariencia de que rechaza las ventas en corto (especialmente las ventas en corto descubiertas) por ser una práctica no ética.

También en España las críticas a las ventas en corto han sido muy abundantes; “... *Existen otros instrumentos similares que se inventaron en su día, para cubrir el riesgo de una cartera de acciones o bonos, ante una posible bajada. Pero mal usados se pueden convertir en auténticas armas de destrucción masiva como los llamaba el famoso inversor Warren Buffet. La operativa es sencilla, vendo cantidades masivas de instrumentos financieros que ganen cuando la acción del BBVA baje. Acto seguido procuro azuzar el fuego diseminando todo tipo de noticias negativas sobre el BBVA. Al final cunde el pánico y el precio de la acción se hunde. Lógico pues nadie quiere comprar y los pocos que quieren vender por pánico o porque necesitan el dinero tienen que aceptar precios irrisorios. El especulador a corto, recompra las acciones a precio más barato y se va a su casa forrado. Los accionistas permanentes del BBVA ven que tienen mucho menos dinero y consumen menos. Y, peor, quizá el BBVA intenta dar buena imagen delante de los mercados, recortando gastos reduciendo plantilla para aumentar el beneficio... y mucha gente sufre. Todos sufren, menos el inversor a corto*

¹⁸³ “Todos los vendedores de valores deberán entregar oportunamente los valores o garantizar la entrega de los valores vendidos al comprador y todos los compradores de valores tienen el derecho a la oportuna entrega de los valores comprados. De esta forma la Rule 10b-21 se dirige directamente contra una actividad que podría producir fallos en la entrega. Estos fallos podrían tener un efecto negativo en los accionistas, pudiendo privarles de los beneficios de la propiedad, tales como el voto y el préstamo”. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION 17 CFR PART 240. [Release No. 34-58774; File No. S7-08-08]. RIN 3235-AK06. “Naked” Short Selling Antifraud Rule. Disponible en <http://www.sec.gov/rules/final/2008/34-58774.pdf>

*que se ha forrado y disfruta de su dinero que está en un hedge fund en las Bahamas. Pues esto pasa con las acciones y sobre todo, con la deuda soberana. Casi todos los instrumentos “híbridos” y sofisticados como los famosos CDS (credit default swaps) tienen este mismo componente: puedo apostar a que algo que no es mío caiga de valor. Al final, el incentivo para hacer caer de valor eso que no es mío, es muy grande. No entiendo que eso sea legal, al menos en tiempos de turbulencias como el actual”.*¹⁸⁴

Frente a estas posiciones catastrofistas, que reflejan la visión interesada de los administradores de aquellas sociedades que sufren los ataques bajistas, existen posiciones mucho más favorables, y, sobre todo, estudios basados en la experiencia acumulada de reguladores de todo el mundo que muestran la necesidad de las ventas en corto para una eficaz formación de precios. Como los antes citados BEBER y PAGANO (2009), que estudian las modificaciones de la regulación de las ventas en corto en distintos países adoptadas con motivo de la crisis financiera de 2008, con la finalidad de identificar sus efectos sobre la liquidez, descubrimiento de los precios y precios de las acciones. Finalmente concluyen que las prohibiciones de las ventas en corto (i) perjudicaron la liquidez; (ii) ralentizaron el descubrimiento de precios; y (iii) no sostuvieron los precios salvo las acciones de valores financieros de Estados Unidos.¹⁸⁵

El estudio de BRIS, GOETZMAN y ZHU (2004)¹⁸⁶ analiza la información en series temporales de cuarenta y seis mercados de valores de todo el mundo en el periodo 1990-2001, con la finalidad de averiguar si la restricción de las ventas en corto afecta a la eficiencia del mercado así como sus efectos sobre los valores cotizados y los índices de los mercados. Averiguaron que los precios incorporan la información con más rapidez en los países donde las ventas en corto se permiten y practican. Sometieron también a prueba la hipótesis muy común entre los reguladores de que la restricción de la venta en corto reduce la severidad del pánico en el mercado, para ello examinaron la contracción de los beneficios en los mercados y encontraron pruebas de que en los mercados donde la venta en corto está prohibida o no se practica, los beneficios del mercado presentaban

¹⁸⁴ <http://blog.iese.edu/martinezabascal/2012/05/24/vender-a-corto-esparcir-miseria/>

¹⁸⁵ BEBER, A., PAGANO, M.: “Short-Selling Bans around the World: Evidence from the 2007-09 Crisis”. www.ssrn.com

¹⁸⁶ BRIS, A., GOETZMANN W.N., ZHU, N.: “Efficiency and the Bear: Short Sales and Market Around the World”. *Yale ICF Working Paper N°02-45*. Septiembre 2004. papers.ssrn.com

una contracción ligeramente menos significativa. Pero, considerando los valores individualmente, la restricción de las ventas en corto no parece que produzca ninguna diferencia para prevenir o mitigar severas bajadas de los precios.

Tradicionalmente han existido dos grandes estudios teóricos sobre el impacto en los precios de mercado de la restricción y de la prohibición de las ventas en corto. El primero es el de MILLER (1977)¹⁸⁷, en el que se sugiere que la prohibición de la venta en corto lleva a la sobrevaloración de los valores porque impide vender a los pesimistas que no posean las acciones, mientras que los optimistas siempre pueden comprar. El segundo gran estudio, DIAMOND y VERRECCHIA (1987)¹⁸⁸, mantiene que la prohibición de las ventas en corto lleva a que los ajustes de precios sean más lentos y a que sean mayores las diferenciales de precios de compra y venta, debido a que ha desaparecido la información que transmiten las ventas en cortos. Ambos estudios comparten el argumento de que la prohibición de las ventas en corto sofoca la eficiencia del mercado, bien porque distorsiona los precios o bien porque ralentiza los ajustes de precios y amplía los diferenciales de precios de compra y venta.

Estos estudios, realizados por economistas, han puesto en entredicho la utilidad para el correcto funcionamiento del mercado de una intervención regulatoria que prohíba las ventas en corto¹⁸⁹. Incluso ponen de relieve que la intervención distorsiona el correcto funcionamiento del mercado. Sin embargo, al resultado de estas investigaciones se antepone la realidad de una fuerte intervención reguladora sobre las ventas en corto en prácticamente todos los mercados de valores como uno más de los aspectos de la intervención en los mercados por las entidades públicas que los regulan.

¹⁸⁷ MILLER, E. M. : “Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion”, *Journal of Finance* (September 1977). P.1151-68

¹⁸⁸ DIAMOND, D. W., VERRECCHIA R. E. (1987), “Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information”, *Journal of Financial Economics*, 18. P. 277- 311

¹⁸⁹ Ahora bien, los análisis económicos también están en entredicho por su alejamiento de la realidad: “En los modelos impuestos en la investigación y la enseñanza de la economía a partir de los años 1960-1970, se supone que todo el mundo recibe el mismo salario, posee el mismo patrimonio y obtiene las mismas rentas, mientras que por definición el crecimiento beneficia en la misma proporción a todos los grupos sociales. Esta simplificación de la realidad puede estar justificada por el estudio de ciertos problemas muy específicos, pero evidentemente limita drásticamente el conjunto de cuestiones económicas que pueden plantearse.” PIKETTY, T. (2013): *Le capital au XXI siècle*. Éditions du Seuil. P.38-39

Reconocida la realidad de la existencia de las ventas en corto, la cuestión a tratar sería determinar si las restricciones regulatorias de las ventas en corto son efectivas y deseables en términos de sus efectos en los precios, liquidez y volatilidad, o más en general de compatibilidad con los fines reconocidos al mercado.

Aunque esta es una cuestión de singular importancia, la cuestión que verdaderamente plantea la regulación de la venta en corto es más amplia, y no es otra que determinar si debe ser regulada o no.

A ambas cuestiones intentaremos dar una respuesta.

CAPÍTULO IV. LOS CONTRATOS SUBYACENTES EN LA VENTA EN CORTO

1. UNA PREMISA SOBRE LA FINALIDAD DE ESTE CAPÍTULO

Como ya hemos dicho el objeto de este estudio se desarrolla principalmente en el ámbito del Derecho Administrativo porque estudiamos la actuación reguladora de la Administración sobre los mercados financieros. No obstante, para alcanzar y justificar nuestras conclusiones sobre regulación también hemos de apoyarnos de manera esencial en el Derecho Mercantil —porque regula muchas de las instituciones estudiadas—, así como en multitud de trabajos de economistas, que suministran estudios y datos imprescindibles para conocer la realidad de la intervención administrativa.

En particular, no se puede estudiar la venta en corto sin referirse a los contratos que incluye. Sin embargo, la complejidad de las relaciones jurídicas que implica la venta en corto impide llevar a cabo, en un trabajo con el objeto del presente, el estudio y desarrollo sistemático de la relación jurídica articulada en este tipo de venta. Un estudio así, que encontraría todo su sentido en el ámbito del Derecho Mercantil habría de tomar como eje del análisis la *causa negotii*, que justifica o explica la relación jurídica en la venta en corto y su juego en los diferentes mercados relevantes. Asimismo, debería abordar la definición de la naturaleza jurídica de esa relación (estableciendo además si es única o plúrima), para —finalmente— obtener de ella las reglas precisas que integran su régimen jurídico ante la falta de una regulación positiva suficiente.

Por el contrario, dado el objeto de nuestro trabajo y sin perder de vista su finalidad —comprender la regulación de la venta en corto por la Administración y sus efectos sobre los intereses generales—, hemos de prescindir necesariamente de dicho análisis, centrándonos exclusivamente en un examen general de la contratación que subyace a la venta en corto, el cual incluye, entre otras cosas, los tipos de contratos, sus sujetos y objetos, así como los mecanismos generales de contratación y liquidación.

2. EL NEGOCIO JURÍDICO BURSÁTIL

El mercado bursátil es una relación jurídica multilateral, de una pluralidad de actores que intercambian títulos por dinero. La bolsa es una reunión de contratos concluidos a un precio que fija el valor que el mercado otorga a las acciones y, a través de éstas, a la sociedad que las emite.

Los contratos celebrados dentro de la bolsa son negocios bursátiles denominados operaciones de mercado o bursátiles. Estos contratos presentan marcadas diferencias con los contratos civiles, de los que proceden, e incluso con otros contratos mercantiles.

La compraventa bursátil es el arquetipo del contrato bursátil, que muestra toda la originalidad de este tipo de transacciones en el modo en que se perfecciona mediante la confrontación generalizada de las órdenes de compra y de venta, introducidas en el sistema a través de las entidades de crédito y de los miembros del mercado, en función del precio consentido o exigido por los inversores y según el precio de mercado.

3. IRREDUCIBILIDAD DE LAS OPERACIONES DE MERCADO A LAS CALIFICACIONES CLÁSICAS.

Los términos “transacción” y “negociación” se han utilizado desde antiguo para designar las que ahora se denominan operaciones de mercado o contratos bursátiles. El término transacción, derivado del latín *transactio*, significa transigir que es la acepción recogida el art.1809 del Código Civil: “*La transacción es un contrato por el cual las partes, dando, prometiendo o reteniendo cada una alguna cosa, evitan la provocación de un pleito o ponen término al que había comenzado.*”

La transacción civil es sólo una especial figura de los contratos dirigidos a la eliminación de un incertidumbre jurídica; decisión por suerte, transacción y compromiso¹⁹⁰. El término transacción significa además un trato, convenio o negocio. Este sentido comprende una operación comercial o en bolsa, y no tiene nada que ver con la “transacción” del art. 1809 del Código Civil, aunque ni el Código de Comercio ni la Ley del Mercado de Valores usan este término.

¹⁹⁰ CASTÁN TOBEÑAS, J.: *Derecho civil español, común y foral*. Tomo IV. Madrid. Reus, 1976-1985. P.768

El término negociación procede también del latín, “negotium”, que significa empleo, negocio, comercio, sentido seguido por el Código Civil en diversos artículos que emplean el término.

El concepto “operaciones de mercado” procede de la práctica de donde es recogida por la doctrina, aunque no es un objeto frecuente de estudio en los libros de texto¹⁹¹. Se trata de un término genérico de difícil delimitación. En su acepción más amplia, la admisión de instrumentos financieros a la negociación en un mercado de capitales constituiría cronológicamente la primera de las operaciones de mercado. En una aproximación más restrictiva, la operación de mercado es la que recae sobre unos instrumentos financieros que ya se encuentran admitidos a negociación en el mercado. Incluso cabe reducir el término a los contratos de compraventa bursátil como podría desprenderse de los términos de la descripción positiva.¹⁹²

En derecho español la LMV define las operaciones de mercado en su art.36.1 *“Tendrán la consideración de operaciones de un mercado secundario oficial de valores las transmisiones por título de compraventa, u otros negocios onerosos de cada mercado, cuando se realicen sobre valores negociables u otros instrumentos financieros admitidos a negociación en el mismo y se efectúen en ese mercado con sujeción a sus reglas de funcionamiento.”*

Atendiendo a la definición de mercado regulado que resulta del art.4 de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, o Directiva MiFID, las operaciones de mercado consisten en contratos formados por el encuentro de los intereses de compradores y vendedores.

Estas definiciones positivas llevan a pensar que consideran equivalentes las operaciones bursátiles a los contratos de compraventa. Sin embargo, esta concepción no tiene en cuenta las operaciones que recaen sobre productos derivados, en las que no se produce ninguna transferencia de propiedad como exige la compraventa. Tampoco tiene en

¹⁹¹ Por ejemplo, no se incluyen en la exhaustiva obra de CACHÓN BLANCO, J.E. (1992): *Derecho del mercado de valores (Tomos I y II)*. Dykinson.

¹⁹² CACHÓN BLANCO reelabora los conceptos de negocio jurídico y contrato del mercado de valores para incluir todas las operaciones contractuales, en sentido amplio y poco preciso en muchos casos, propias del mercado primario y secundario. CACHÓN BLANCO, J.E. (1992): *Derecho del mercado de valores (Tomo II)*. Dykinson, P.13-14

cuenta otros contratos orientados o vinculados al mercado, es decir otras “operaciones de mercado”, principalmente el depósito y el préstamo de acciones.

4. INEXISTENCIA DE UNA REGULACIÓN SISTEMÁTICA DE LA CONTRATACIÓN BURSÁTIL

En derecho español, tanto el Código de Comercio, como el Código Civil carecen de una regulación sistemática de los contratos propios del mercado de valores. Aun menos realizan una regulación sistemática de un negocio tan complejo como el de la venta en corto, objeto de nuestro estudio, que engloba varios contratos, entre distintos sujetos, concertados en momentos distintos. Tampoco existen leyes especiales posteriores que lleven a cabo esta regulación específica. Las leyes posteriores regulan ciertos aspectos de alguno de los tipos contractuales, limitándose a la posible conexión que puede tener la figura en el ámbito normativa de la ordenación del mercado, que es donde existe una regulación más amplia, y que es más bien derecho administrativo, consecuencia de que el derecho del mercado de valores haya quedado afectado por la llamada administrativización del derecho privado. La Ley del Mercado de Valores, con claro carácter administrativo, regula de forma bastante sistemática la ordenación del mercado de valores, incluyendo además bastantes normas aplicables a diversos contratos bursátiles, pero tampoco realiza una regulación sistemática de éstos. La regulación reglamentaria no es mucho más amplia y, en ella, como corresponde a una reglamentación de desarrollo, se vuelve a dar mayor atención a aspectos de ordenación del mercado que a regular sistemáticamente los contratos a través de los que se opera en éste. No obstante, además de esta regulación en la Ley del Mercado de Valores, hay normas dispersas aplicables a algunos contratos del mercado de valores en el Reglamento General de bolsas de 1967.

La consecuencia de la inexistencia de fuentes específicas que regulen sistemáticamente estos contratos es que las fuentes principales de los distintos contratos bursátiles son las fuentes generales de la contratación del derecho privado: Código de Comercio y Código Civil. En el Código de Comercio se encuentran, además de figuras contractuales como el préstamo o la comisión mercantil, normas generales sobre la contratación en los arts.

50 a 63. Supletoriamente, el Código Civil se aplica a los contratos mercantiles, como prevé el art.50 del Código Comercio.

La Ley 7/1998, sobre Condiciones Generales de la Contratación, no está dirigida al ámbito bursátil específicamente, pero establece disposiciones que resultarán de aplicación cuando un contrato bursátil quede incluido dentro de su ámbito de aplicación para proteger precisamente al que se adhiera al contrato. Tiene una particular importancia en este ámbito donde muchos de los contratos mercantiles que se realizan están redactados por la empresa, parte más fuerte, frente a la que el inversor en la mayoría de los casos no puede hacer otra cosa que adherirse.

Además, resultan de aplicación disposiciones específicas como el Real Decreto 1416/1991, de 27 de septiembre, sobre operaciones bursátiles especiales y sobre transmisión extrabursátil de valores cotizados y cambios medios ponderados; la Orden de 25 de marzo de 1991, sobre sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado; y la Orden de 5 de diciembre de 1991, sobre operaciones bursátiles especiales, desarrollada en la Circular 3/1991, de 18 de diciembre, de la Comisión Nacional de Mercado de Valores, sobre operaciones bursátiles especiales.

5. LOS CONTRATOS EN LA VENTA EN CORTO

En la estructura de funcionamiento de la venta en corto se distinguen varios contratos que se perfeccionan de forma simultánea o sucesiva:

(1) Comisión, entre el titular de los valores y la entidad encargada de llevar el registro contable; (2) comisión, entre el inversor particular que no puede concertar por sí sólo contratos en mercados secundarios oficiales y necesita para negociar de los miembros del mercado (sociedades de valores, agencias de valores o entidades de crédito); (3) préstamo de valores, entre el titular de valores negociados en un mercado secundario y aquel a quien los cede por tiempo determinado para que los venda; (4) compraventa bursátil, de los valores prestados que son vendidos, y de los que se adquieren para devolverlos.

6. COMISIÓN BURSÁTIL. CONTRATOS AUXILIARES

La decisión de invertir en bolsa requiere de una serie de actos de naturaleza contractual, que para su efectividad requieren de la intervención de otros sujetos distintos del inversor y del titular de las acciones objeto de la inversión, y que son los intermediarios. Estos sujetos conciertan un conjunto de contratos principales y auxiliares en un proceso resumido por la Bolsa de Madrid de la forma siguiente:

“La forma más directa de acceder a la Bolsa es a través de los llamados miembros del mercado. Estos intermediarios, especializados en la inversión bursátil, son los únicos que pueden comprar y vender directamente en Bolsa.

Otras entidades financieras tienen capacidad para administrar valores, gestionar carteras o tramitar órdenes hacia los miembros del mercado, pero no para intermediar directamente en el mercado. Los Bancos y Cajas de Ahorro son las entidades que, dada su amplia red de oficinas, están en contacto directo con un mayor número de inversores. También otros intermediarios, como las Sociedades Gestoras de Carteras y los Corredores de Comercio, pueden recibir órdenes de clientes y transmitirlos a los miembros de mercado para su ejecución. El primer paso que debe dar un inversor es entrar en contacto con alguno de estos intermediarios y abrir una cuenta de valores. A través de esta cuenta se administrará la cartera de valores del inversor (compraventas, suscripciones, dividendos, asistencia a Juntas, etc.). Asociados a esta cuenta se producirán los necesarios movimientos de efectivos que acompañan las operaciones de mercado.

Cuando el inversor suscriba el contrato de apertura de esta cuenta, deberá cerciorarse de las comisiones que le serán de aplicación y del ámbito de servicios contenidos en su relación con el intermediario (tipo de órdenes, forma de transmitir esas órdenes: internet, teléfono, etc).

Al margen de la mera administración de los valores, el inversor puede desear un nivel de asesoramiento superior, por lo que los intermediarios ofrecen la posibilidad de suscribir contratos de gestión a través de los cuales el intermediario decidirá la compra o venta de valores concretos en función del comportamiento del mercado y de las pautas de inversión establecidas por el cliente. Naturalmente, esta gestión supone unas comisiones mayores que la simple administración o custodia de los valores.

El cliente debe recibir el detalle de las operaciones ejecutadas, derechos económicos devengados por sus valores, operaciones financieras que afecten a los mismos, composición y valoración trimestral y anual de la cartera.

Una vez abierta la cuenta de valores y provisionado el efectivo suficiente, el cliente podrá emitir las órdenes de compra y venta pertinentes. Las órdenes deben caracterizarse por su claridad y han de contener siempre una serie de condiciones: identificación del inversor y la clase de valor, sentido de la orden (compra o venta), plazo de vigencia de la misma, precio y volumen de ejecución. Si el cliente no especifica otra cosa, se entenderá que la compraventa ha de realizarse al mejor precio disponible en ese momento en el mercado y que la vigencia de la orden se prolonga hasta el final de la sesión en curso.

Una vez formalizada la orden se desencadena un proceso de ejecución y confirmación extraordinariamente rápido. La tecnología actual permite que cualquier inversor, con independencia de su emplazamiento geográfico, tenga las mismas oportunidades de acceder al mercado. Los sistemas de encaminamiento de órdenes instalados por las Sociedades y Agencias de Valores y la mayoría de los intermediarios financieros restantes harán llegar los datos de la orden al operador del mercado continuo en cuestión de segundos. A su vez, éste validará los datos e introducirá la orden en el SIBE, donde se cruzará con otra orden de signo contrario en décimas de segundo, desencadenando el flujo inversor de información a través del cual el inversor verá confirmada su operación. En los valores del mercado continuo, toda la operación no llevará más de unos cuantos segundos, siempre que el inversor esté dispuesto a comprar o vender al precio disponible en ese momento en el mercado.

Inmediatamente después de la ejecución de las operaciones, el intermediario preparará los datos necesarios para la liquidación de la operación. La liquidación es el proceso de intercambio de valores y efectivo que sigue a toda operación de mercado. Todos los datos de contratación, junto con las instrucciones de liquidación oportunas son trasladadas desde la Bolsa a Iberclear, entidad que se ocupa del registro de valores y liquidación operaciones bursátiles. Esta entidad se encargará de comprobar con todos los participantes en el sistema de liquidación (Sociedades y Agencias de Valores, Bancos y Cajas de Ahorro) la conformidad de los datos de liquidación. A continuación asentará los valores en la entidad designada por el cliente y emitirá las instrucciones

*para que se carguen o abonen los efectivos correspondientes en las cuentas que las entidades tienen abiertas a tal efecto en el Banco de España.”*¹⁹³

Todas las operaciones en Bolsa se agrupan en torno a dos contratos fundamentales: el de compraventa y el de comisión. En Bolsa primordialmente se compran o venden títulos o mercancías, y estas compraventas no se realizan directamente por los interesados, sino por comisionistas suyos que obran en su propio nombre y por cuenta de sus comitentes. La compraventa es pues el negocio de realización de la comisión bursátil.¹⁹⁴

CACHÓN BLANCO¹⁹⁵ considera contratos de gestión del mercado de valores todos aquellos contratos relativos al mercado de valores en que un sujeto-intermediario actúa por cuenta o en interés de un inversor del mercado de valores.

En una primera aproximación, la decisión de invertir es una decisión de compra de valores, una compraventa mercantil-bursátil (de valores cotizados). Esta orden constituye una comisión mercantil-bursátil (de valores cotizados), que es un mandato por el que una persona encarga a un miembro del mercado la realización de una compraventa de valores cotizados en Bolsa¹⁹⁶. En un sentido amplio, también se puede hablar de comisión bursátil cuando ésta tiene un objeto distinto de la compraventa como pueden ser la permuta de valores, donación, aportación de valores a una sociedad mercantil en constitución, etc. Es la denominada “orden de bolsa”.

El proceso de invertir en el mercado bursátil se realiza mediante una pluralidad de contratos de gestión del mercado de valores en cuanto afectan a inversores. CACHÓN BLANCO¹⁹⁷ distingue los siguientes:

a) Cuenta corriente bursátil. Contrato marco general que regula las relaciones jurídicas entre un inversor y un intermediario del mercado de valores a lo largo de un periodo de tiempo extenso, en el que el inversor entrega al intermediador bursátil una suma de dinero y le encarga la ejecución de órdenes de compra futuras contra esa suma y su anotación como cargo/abono de la cuenta contable, y, en su caso, la ejecución de las

¹⁹³ <http://www.bolsamadrid.es/esp/Inversores/Formacion/Invertir/EleccionIntermediario.aspx>

¹⁹⁴ GARRIGUES, J. (1976): *Curso de derecho mercantil (Tomo II)*. Madrid. P.376

¹⁹⁵ CACHÓN BLANCO, J.E. (1995): “Contratos de gestión en los mercados de valores”. *Cuadernos de Derecho Judicial*. Consejo General del Poder Judicial. Madrid. P. 265-344

¹⁹⁶ ZUNZUNEGUI, F. (2005): *Derecho del Mercado Financiero*. Ed. Marcial Pons. Madrid. P.775

¹⁹⁷ CACHÓN BLANCO, J.E. (1995): “Contratos de gestión en los mercados de valores”. *Cuadernos de Derecho Judicial*. Consejo General del Poder Judicial. Madrid. P. 265-344

órdenes de venta futuras contra el saldo de valores existente en cada momento y la anotación de las mismas como abono/cargo de la cuenta contable (por estar los valores admitidos a negociación representados mediante anotaciones en cuenta), todo lo cual es obligación del intermediario aceptante a cambio de un precio convenido.

b) Comisión del mercado de valores. Es el contrato que regula las relaciones jurídicas entre un inversor y un intermediario en relación con un encargo concreto de realización de una operación de mercado de valores.

c) Gestión de carteras. Por el que un intermediario del mercado de valores recibe fondos y valores de un determinado inversor para que los gestione, tomando aquel las decisiones procedentes de compra y venta en aras a la obtención de la máxima rentabilidad posible en el marco de las condiciones establecidas por el cliente-inversor.

d) Depósito y administración de valores. Entre un intermediario del mercado de valores (depositario), que adquiere la obligación de custodia (valores representados mediante títulos físicos) o registro contable de detalle (valores objeto de anotación en cuenta), y otras prestaciones necesarias para el cobro de derechos económicos procedentes de los valores depositados y en general para conservar el valor patrimonial de los valores.

A continuación nos referiremos a la comisión bursátil principal haciendo referencia a otras comisiones bursátiles auxiliares cuyos elementos coinciden básicamente con aquella aunque presentan algunas variaciones.

6.1. El registro de los valores cotizados

La Ley del Mercado de Valores de 1988 estableció el sistema de valores representados por medio de anotaciones en cuenta en el que la propiedad de los valores se adquiere con la inscripción de la titularidad en el registro contable: *“La transmisión de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrá lugar por transferencia contable. La inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos...”* (art.9 LMV). De manera que sólo puede negociar una venta en bolsa quien tenga los valores previamente anotados a su nombre.

El art.7 LMV y su Reglamento (RD 116/1992) establecen un sistema de llevanza del Registro de acciones en el que operan, por una parte, y para obtener la unidad del registro contable, un registro central a cargo de la Sociedad de Sistemas (Iberclear) en el que se recogen los saldos de valores agregados por cada una de las entidades participantes, y, en segundo lugar, unos registros de detalles a cargo de las entidades participantes, es decir, sociedades y agencias de valores que son miembros del mercado y aquellos bancos, cajas de ahorros y sociedades y agencias de valores que no son miembros del mercado y que obtengan la aprobación de la CNMV, en estos registros de detalle los valores quedan anotados a nombre de cada titular

El registro central de Iberclear mantiene por cada clase de valor y entidad participante una serie de cuentas que recogen diferentes estados de anotación de los valores, cuya diferenciación resulta necesaria para el control de su grado de disponibilidad y el ejercicio de sus derechos y que, en conjunto, representan la posición de la entidad en tal clase de valor. Junto con las cuentas de valores, el sistema lleva también un registro histórico de operaciones y movimientos sobre cuentas.

Las operaciones quedan siempre numeradas, comunicando Iberclear dicha numeración a sus entidades participantes y debiendo éstas archivarlas con el fin de facilitar el intercambio posterior de información referido a dichas operaciones, así como la resolución de cualesquiera incidencias o reclamaciones. El número de operación tiene una estructura única de 15 dígitos, y en los casos de operaciones bursátiles es generado por las propias Sociedades Rectoras por ser en éstas donde se origina la operación.

Cuando como resultado de una compra de valores, un cambio de titularidad de éstos o la inclusión en el sistema bursátil, se aportan valores a un nuevo titular, el número de operación se constituye con lo que se denomina “Referencia de Registro” o RR. Dicha RR queda dada de alta en el registro, debiendo ser presentada por la entidad participante cuando, con motivo de una operación de venta, cambio de titularidad o exclusión del sistema, se produzca la cancelación de los valores de su titularidad original. Con el mantenimiento de dichas RRs y su régimen de actualización, se pretende reforzar la sincronización entre los registros central y de detalle, evitando, de esta forma, dar curso a la liquidación de ventas contra el saldo global de una entidad mientras ésta no consiga identificar su titular original y los valores objeto de la venta.

Se ha discutido mucho si debe modificarse la complejidad y los requerimientos del sistema español posteriores a la venta¹⁹⁸. Sin embargo, la realidad ha probado hasta ahora que estos mecanismos aseguran realizar correctamente las ventas, reduciendo a un mínimo los fallos en las entregas (descubiertos). En estos casos hay un mecanismo de garantía adicional. Si un participante no entrega las acciones en la fecha establecida, Iberclear recurre a un préstamo automático de acciones de otros partícipes del sistema para conseguir la entrega de las acciones en la fecha. Estas entregas retrasadas tendrán un día extra. Si tras este periodo de gracia no se ha cumplido con la entrega, Iberclear comprará las acciones debidas por el partícipe que ha incumplido, que se usarán para devolver el préstamo. El precio de la venta original se empleará en pagar las acciones de reemplazo. Con independencia de las sanciones que Iberclear pueda imponer al incumplidor, así como la asunción por éste de las posibles pérdidas derivadas de cambios en el precio de las acciones.

Como veremos más adelante, siguiendo el criterio de otros reguladores, la CNMV con motivo de la atención internacional sobre las ventas en corto introdujo un nuevo requisito de comunicación para permitir las posiciones cortas sobre las acciones de determinadas entidades financieras (principalmente bancos y cajas de ahorros) consideradas por la CNMV como particularmente expuestas a la crisis.

Para asegurar que hay suficientes acciones para cubrir una venta, y evitar así el fallo en la entrega, los créditos o deudas de Iberclear a las cuentas de las acciones durante el proceso de entrega dependen de la anotación y cancelación del RR de las acciones que están siendo negociadas. Este mecanismo permite al sistema asegurar que en las ventas en corto el vendedor dispone de las acciones y que las entregará en la fecha establecida.

La entrega de las acciones compradas en los mercados españoles solo requiere que el comprador entregue el precio, a cambio, la bolsa e Iberclear registrarán a nombre del comprador las acciones adquiridas. El registro de las ventas es bastante más complejo. Requiere la identificación por el vendedor de RR que identifica la existencia de las acciones y el registro a su favor en el momento en que están siendo negociadas. De esta forma, las ventas no se pueden realizar en contra de un saldo general de RR o sin especificar un RR. Esto difiere sustancialmente de los sistemas de muchos países de la

¹⁹⁸ Ver el epígrafe dedicado a la modificación de la regulación y funcionamiento técnico de las actividades de post-contratación por la Ley 32/2011 que modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores

Unión Europea donde, siguiendo un sistema basado en el saldo, las ventas sólo se condicionan a que el vendedor tenga suficiente disponibilidad de las acciones que están siendo vendidas, sin identificarlas específicamente antes de cerrar la venta.

6.2. Relaciones jurídicas derivadas del registro

Siguiendo a ZUNZUNEGUI las relaciones que se derivan del registro se pueden clasificar de la forma siguiente:¹⁹⁹

1. Emisor y Sociedad de Sistemas (Iberclear).

Esta relación puede ser clasificada de comisión mercantil, por tratarse de un mandato que nace con el encargo recibido, siendo un acto de comercio con un profesional.

El emisor de un valor que desea que cotice en bolsa debe encargar la llevanza del registro contable a las Sociedad de Sistemas y a sus entidades participantes. La aceptación de la llevanza la suscribe la Sociedad de Sistemas por cuenta propia y de sus entidades participantes.

El registro contable se realiza por emisiones de valores. La Sociedad de Sistemas abre un folio o cuenta particular a cada emisión. En sentido registral, emisión es todo lo que abre cuenta en el registro. La anotación en cuenta de la emisión o inmatriculación es distinta de la posterior inscripción de la titularidad de los valores pertenecientes a la emisión, que se realiza en el marco de la relación de la entidad participante con cada uno de sus clientes.

La representación de valores por medio de anotaciones en cuenta requiere la previa elaboración por la entidad emisora de un documento, cuya elevación a escritura pública actualmente es potestativa, en el que constará la información necesaria para la identificación de los valores integrados en la emisión (art.6 LMV). Este documento determina el contenido de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta: *“Los valores representados por medio de anotaciones en cuenta se constituirán como tales en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable, que, en su caso, será el de carácter central, y desde entonces quedarán sometidos a las*

¹⁹⁹ ZUNZUNEGUI, F.: *Derecho del Mercado Financiero*. Ed. Marcial Pons. Madrid 2005. P.897 y ss

disposiciones de este capítulo. El contenido de los valores anotados vendrá determinado por lo dispuesto en el documento al que se hace referencia en el art.6.” (art.8 LMV).

La llevanza del registro contable corresponde a la Sociedad de Sistemas, como registro central, y a las entidades participantes autorizadas. No obstante, tal llevanza corresponderá, en su caso, a la sociedad rectora de la Bolsa correspondiente si así se determina (art.44.bis.4 LMV). La entidad emisora deberá depositar una copia del documento ante la entidad encargada del registro contable y ante la CNMV. Cuando se trate de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, deberá depositarse también una copia ante su organismo rector. La entidad emisora y la encargada del registro contable habrán de tener en todo momento a disposición de los titulares y del público interesado en general una copia del referido documento (art.6 LMV).

2. Relación entre la sociedad de sistemas (Iberclear) y las entidades participantes.

La complejidad de la llevanza del registro contable de valores cotizados en bolsa resulta en la existencia de varios contratos de mandato en los que cada uno de los mandatarios tiene una responsabilidad distinta y delimitada. La Sociedad de Sistemas y sus entidades participantes asumen la condición de comanditarios.

3. Relación entidad participante y cliente.

Cada entidad participante tiene un deber abstracto de llevar el registro de detalle de los valores de sus clientes que completan el registro. Estos registros de detalle de cada entidad participante se componen de las cuentas de valores de sus clientes, artículo 31.2 RD 116/1992 *“En los registros contables a cargo de las Entidades adheridas se llevarán, con referencia a cada valor, las cuentas correspondientes a cada titular, que expresarán en todo momento el saldo de los que le pertenezcan.”*

La obligación de llevanza es consecuencia de que los clientes confieran a una entidad participante de su elección el registro de sus valores, suscribiendo contratos de comisión que rigen las relaciones internas entre las partes.

6.2.1 Contrato entre titular y entidad encargada del registro contable. Comisión mercantil especial

El contrato entre el titular y la entidad encargada de llevar el registro contable puede considerarse una comisión mercantil especial. Con la desaparición de la documentación de las acciones en un documento físico se convierten en bienes incorpóreos. En puridad no podría existir un depósito de las acciones que están representadas mediante anotaciones en cuenta, sin soporte físico, no podría existir un deber de custodia y restitución material.

La entidad encargada del registro no posee los valores pero los gestiona mediante una cuenta en interés del cliente. No se distingue la posesión de la propiedad del dueño de los valores. La transferencia de valores desde la cuenta requiere la autorización u orden previa del titular de la cuenta. Referirse a los valores anotados como poseídos es inútil y sólo sirve para duplicar conceptos, al asignar al término “posesión” el contenido de otras figuras jurídicas con sustantividad propia en el régimen contable.²⁰⁰ Las consecuencias son importantes, por ejemplo en caso de concurso por insolvencia de la entidad encargada del registro, ya que los valores anotados no son aprehendidos por los órganos concursales porque el cliente mantiene la libre disposición sobre sus valores.

6.2.2. Administración de los valores anotados en cuenta

El art.63.2 a) LMV distingue una actividad de servicios auxiliares de las empresas de servicios de inversión que consiste en la custodia y administración por cuenta de clientes de los instrumentos previstos en el art.2. Se basa en el sistema de llevanza del registro contable para facilitar el ejercicio de los derechos políticos y económicos de los valores anotados. También a través del registro contable el emisor conoce la identidad de sus accionistas, facilitándoles el ejercicio de sus derechos políticos.

Este deber de custodia y administración es una especificación para los valores anotados en cuenta del régimen general de depósito previsto en el Código de Comercio; “*Los depositarios de títulos, valores, efectos o documentos que devenguen intereses, quedan*

²⁰⁰ CABALLERO GERMAIN, G. “Contribución al Estudio de la Naturaleza Jurídica de los Valores Anotados”. En *Estudios de derecho mercantil en Memoria del Profesor Aníbal Sánchez Andrés*. Coordinación de SÁENZ G^a DE ALBIZU, J., OLEO BANET, F., MARTÍNEZ FLÓREZ, A. Thomson Reuters 2010. P.1218

obligados a realizar el cobro de éstos en las épocas de sus vencimientos, así como también a practicar cuantos actos sean necesarios para que los efectos depositados conserven el valor y los derechos que les correspondan con arreglo a las disposiciones legales.” (art.308 CCom)

El contrato supone el otorgamiento a la entidad participante por parte de los titulares — además del deber principal de custodia, que pierde su sentido ante la anotación en cuenta del valor, y devolución (art.306 CCom)— del poder o autorización necesarios para llevar a cabo los actos de administración precisos, como realizar el cobro de dividendos, intereses y cupones, la comprobación de las numeraciones de los sorteos de amortización, la comunicación a los titulares de las notificaciones recibidas de los emisores de los valores depositados, tramitar, en su caso, su inscripción en el registro contable correspondiente, conversiones y/o canjes, la enajenación de los derechos de suscripción no ejercitados antes del momento de su decaimiento, acudir a las ofertas públicas de valores para su exclusión y a las ampliaciones liberadas, y atender el pago de los dividendos pasivos pendientes, ejercer derechos de asignación gratuita y/o de suscripción preferente, salvo que los Titulares previamente hayan cursado instrucciones en otro sentido, etc.

Para el ejercicio de estos derechos las entidades participantes cuentan, en sus relaciones con los emisores, con la colaboración de la Sociedad de Sistemas, que expide, de acuerdo con el registro de cada entidad participante, certificados que legitiman a las entidades para el ejercicio de los derechos propios y de terceros ante el emisor.

Las entidades participantes se interponen entre el emisor y el titular de los valores gestionando, en el caso de los derechos económicos, el cobro de los derechos de sus clientes en nombre propio y por cuenta ajena. Tras el cobro al emisor, las entidades participantes efectúan el abono a sus clientes.

6.2.3. Aplicación supletoria de las normas del depósito de valores

Desde el momento en el que los valores cotizados en mercados oficiales deben estar representados en anotaciones en cuenta su custodia pierde sentido. No obstante las soluciones del depósito de valores representados en títulos físicos integran el régimen

de la llevanza del registro de valores, en especial en las cuestiones relacionadas con su administración.

El depósito de valores negociables representados en títulos físicos, como puede ser el caso de las acciones, es un depósito regular en el que el depositante sigue siendo propietario de los mismos valores que ha depositado. Si a la custodia de los valores se añade su administración, se trata de un depósito administrado, con una naturaleza compleja, compuesta por una actividad principal, de custodia, y otra accesoria, de administración. A éste depósito se le aplican las reglas del Código de Comercio sobre depósito y comisión, y, subsidiariamente, las del depósito y del mandato del Código Civil.

En el Código de Comercio el depósito de valores es siempre administrado. El depositario está obligado *“a practicar cuantos actos sean necesarios para que los efectos depositados conserven el valor y los derechos que les correspondan con arreglo a las disposiciones legales”* (art.308). Cuando deben intereses están obligados *“a realizar el cobro de estos en las épocas de su vencimiento”* (art.308). Se contempla una obligación de administración accesoria a la de custodia. Pero este contrato de depósito no obliga a la entidad financiera a asesorar financieramente al cliente que ha depositado los títulos.

El depositario debe ejercer los derechos económicos de los valores depositados siguiendo lo convenido entre las partes, y si no existe convenio para ello, la entidad depositaria debe realizar en cualquier caso los actos de gestión recogidos en el art.308 del Código de Comercio. Debe cobrar los intereses y conservar el valor y los derechos que correspondan a los títulos. El cobro de intereses incluye los derechos económicos y los dividendos. En caso de amortización de los valores ha de cobrar los intereses, los dividendos y el reembolso del principal.

6.2.4. Responsabilidad de la Sociedad de Sistemas y entidades participantes

La entidad encargada responderá civilmente, en los términos recogidos en el art.7.5 LMV, *“La falta de práctica de las correspondientes inscripciones, las inexactitudes y retrasos en las mismas y, en general, la infracción de las reglas establecidas para la*

llevarza de los registros darán lugar a la responsabilidad de la entidad incumplidora, salvo culpa exclusiva del perjudicado, frente a quienes resulten perjudicados. Dicha responsabilidad, en la medida de lo posible, habrá de hacerse efectiva en especie.”

Para que surja la responsabilidad de la entidad encargada han de concurrir los requisitos generales que rigen la responsabilidad civil; un comportamiento imputable a la entidad encargada que causa daño. El criterio normal de imputación es la culpa, pero tratándose de un profesional, la culpa como sistema general de imputación es sustituida por una simple relación de causalidad entre el comportamiento de la entidad encargada y el daño producido. La responsabilidad surge por la acción u omisión de la entidad encargada que cause una infracción a la normativa contable y que provoque un daño. En la Ley se citan expresamente algunos comportamientos que pueden dar lugar a la responsabilidad de la entidad encargada: *“la falta de práctica de las correspondientes inscripciones, las inexactitudes y retrasos en las mismas”* (art.7.5 LMV). La entidad encargada responde siempre del daño que cause por actos contrarios a las normas que rigen la llevarza del registro contable, quedando únicamente exceptuado el caso de fuerza mayor, por acontecimientos externos al círculo de actuación de la entidad encargada, imprevisibles e inevitables.

La solución legal que se establece en el art.7 LMV recoge la evolución más reciente de la jurisprudencia sobre la responsabilidad del empresario, que se ha ido orientado hacia soluciones de responsabilidad objetiva.

La complejidad de la llevarza del registro contable de valores cotizados en bolsa tiene reflejo también en el régimen de responsabilidad de las entidades encargadas de su llevarza. Existen varios contratos de mandato y cada uno de los mandatarios tiene una responsabilidad distinta y delimitada, así la Sociedad de Sistemas y sus entidades participantes asumen la condición de comanditarios. La pluralidad de mandatarios y su responsabilidad está prevista en el artículo 1723 del Código Civil, precisamente desde el ámbito que aquí interesa; *“La responsabilidad de dos o más mandatarios, aunque hayan sido instituidos simultáneamente, no es solidaria, si no se ha expresado así”*.

El art.27 del Reglamento (Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y

liquidación de Operaciones Bursátiles) delimita la responsabilidad que la Sociedad de Sistemas tiene por sus relaciones con las entidades participantes:

“1. La falta de práctica de las correspondientes inscripciones, las inexactitudes y retrasos en las mismas y, en general, la infracción de las reglas establecidas para la llevanza de los registros darán lugar a la responsabilidad de la Entidad encargada o adherida incumplidora o, en su caso, del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores , frente a quienes resulten perjudicados. Exceptúase el caso de culpa exclusiva de éstos.

2. Sin perjuicio de las responsabilidades en que pueda incurrir el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores por la falta de la debida diligencia en el ejercicio de sus funciones de control y vigilancia del sistema, responderá en todo caso de los perjuicios que le sean directamente imputables.”.

La Sociedad de Sistemas responde de la llevanza del registro central como cualquier otra entidad encargada, pero, además tiene atribuidas funciones de control del sistema contable y responde de su adecuado ejercicio. La Sociedad de Sistemas asume la responsabilidad por culpa in vigilando en relación con la llevanza del registro de detalle por las entidades participantes.

6.2.5. La sentencia de 18-4-2013 del Pleno de la Sala Primera del Tribunal Supremo

La guarda y administración de los valores cotizados crea complejas relaciones contractuales imposibles de unificar bajo la figura de un solo contrato, que operan empleando elementos de los contratos clásicos civiles y mercantiles de depósito, mandato y comisión, pero que también introducen nuevas obligaciones y derechos que dificultan y prácticamente impiden su encuadramiento en las categorías clásicas contractuales y que se pueda abordar de forma sistemática su regulación.

La sentencia del Pleno de la Sala Primera del Tribunal Supremo de 18 abril 2013²⁰¹ intenta clarificar esta situación en relación con el contrato de gestión de carteras de inversión.

El Pleno del Tribunal Supremo estimó el recurso de casación interpuesto por los demandantes y condena a la entidad financiera demandada (Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A) al pago de la cantidad reclamada. La sentencia se basa en el incumplimiento por el Banco de la diligencia, buena fe e información completa, clara y precisa que le era exigible al proponer a los demandantes la adquisición de determinados valores que resultaron ser complejos.

Tiene singular interés el Fundamento Jurídico Sexto en el que, antes de pronunciarse sobre la diligencia de la entidad financiera con sus clientes, el Tribunal Supremo analiza la jurisprudencia y legislación tanto española como de la Unión Europea aplicable a la gestión de valores, considera que está bastante regulado en el derecho positivo: *“...normas legales y reglamentarias de Derecho interno, y algunas normas comunitarias, han regulado los requisitos que han de cumplir las entidades que se dediquen a la gestión de carteras de inversión, su organización interna y código de conducta”*.

El Tribunal Supremo establece ciertas pautas normativas que, sin terminar de aclarar el concepto, al menos sirve para avanzar en la fijación de la estructura y regulación de los contratos que vinculan a inversores e intermediarios:

“SEXTO.- Valoración de la Sala. El contrato de gestión de carteras de inversión: obligaciones impuestas al profesional por la normativa reguladora.

Los motivos han de ser analizados y resueltos conjuntamente, por la estrecha relación que presentan.

Los litigantes concertaron un contrato de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión, que es aquel por el que una empresa autorizada a actuar

²⁰¹ El Derecho: EDJ 2013/70366

profesionalmente en el mercado de valores (como es el caso de la entidad de crédito demandada, art. 37.1.b de la Ley del Mercado de Valores) se obliga a prestar al inversor servicios de gestión personalizada, profesional y remunerada sobre los valores integrantes de la cartera del inversor, cumpliendo determinadas exigencias reforzadas de profesionalidad, información, buena fe, imparcialidad y diligencia, con arreglo al mandato conferido por el cliente, para que éste obtenga una mayor rentabilidad en sus actuaciones en el mercado de valores.

En línea con lo declarado en la sentencia de la Sala 1ª del Tribunal Supremo núm. 687/1998, de 11 de julio, RC núm. 1195/1994, puede afirmarse que su esquema contractual responde fundamentalmente al mandato o comisión mercantil. La sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, Sala Quinta, de 21 de noviembre de 2002, dictada en el asunto C-356/2000, caso Testa y Lazzeri contra Comisiones Nazionale per le Società e la Borsa (Consob), afirma en su párrafo 38 que la gestión de carteras debe efectuarse con arreglo a un mandato en virtud del cual el inversor faculta a una empresa de inversión para tomar decisiones de inversión por su cuenta, discrecionales pero respetando siempre las decisiones estratégicas del inversor.

Por tanto, es un contrato que por su función económica y su significación jurídica encaja en el esquema contractual del mandato o comisión mercantil, como modelo contractual típico de la gestión de negocios ajenos. Se caracteriza por la especificidad de su objeto y se basa en la confianza del cliente hacia el profesional del mercado de valores al que confiere amplias facultades para realizar, por cuenta del cliente inversor, las operaciones que considere más convenientes para el objetivo perseguido, conseguir una mayor rentabilidad, en relación a un ámbito restringido de actividad, el de la inversión en valores negociables.

La citada sentencia de la Sala 1ª del Tribunal Supremo núm. 687/1998, de 11 de julio, RC núm. 1195/1994, afirma que dicho contrato carece de una regulación específica y detallada de su aspecto jurídico-privado. No obstante, varias normas legales y reglamentarias de Derecho interno, y algunas normas comunitarias, han regulado los requisitos que han de cumplir las entidades que se dediquen a la gestión de carteras de inversión, su organización interna y código de conducta. En principio son normas que

regulan principalmente aspectos jurídico-públicos relacionados con la actuación de las empresas que actúan en el mercado de valores, pero tienen incidencia directa en el contenido jurídico-privado del contrato en aspectos tales como imparcialidad y buena fe exigibles al profesional en su relación con la clientela, nivel de diligencia en el cumplimiento de sus obligaciones, información que debe recabar de los clientes y que debe facilitar a los mismos, contratos tipo, publicidad de las tarifas, etc.

Entre las principales normas que hacen relación a este contrato, vigentes en la fecha en que el mismo fue concertado, pueden destacarse las siguientes:

1) La Ley del Mercado de Valores, que en su art. 63.1.d consideraba servicio de inversión sujeto a las disposiciones de dicha ley "la gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores", y dedica el título VII a las normas de conducta que han de observar, entre otras, las empresas que presten servicios de inversión, como es el de gestión discrecional de carteras de inversión, previendo su desarrollo reglamentario. El art. 79 invocado por los recurrentes como infringido prevé en varios de sus apartados que las empresas de servicios de inversión, las entidades de crédito y las personas o entidades que actúen en el mercado de valores, tanto recibiendo o ejecutando órdenes como asesorando sobre inversiones en valores, deberán:

«a) Comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes y en defensa de la integridad del mercado (...).

c) Desarrollar una gestión ordenada y prudente, cuidando de los intereses de los clientes como si fuesen propios (...).

e) Asegurarse de que disponen de toda la información necesaria sobre sus clientes y mantenerlos siempre adecuadamente informados (...).»

Dicha previsión normativa desarrolla la Directiva 1993/22/CEE, de 10 de mayo, sobre servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, cuyos arts. 10 a 12 exige un elevado estándar en las obligaciones de actuación de buena fe, prudencia e

información por parte de las empresas de servicios de inversión respecto de sus clientes. Las normas de Derecho interno han de ser interpretadas a la luz de la letra y de la finalidad de la Directiva, como establece la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea. De entre las previsiones de esta Directiva pueden destacarse las siguientes:

«Artículo 11.

»1. Los Estados miembros establecerán normas de conducta que las empresas de inversión deberán observar en todo momento. Dichas normas deberán imponer la ejecución, como mínimo, de los principios que se enuncian en los guiones que figuran a continuación y, en su aplicación, deberá tenerse en cuenta el carácter profesional de la persona a la que se preste el servicio. (...) Estas normas obligarán a la empresa de inversión:

»- a operar, en el ejercicio de su actividad, leal y equitativamente, defendiendo al máximo los intereses de sus clientes y la integridad del mercado;

»- a proceder con la competencia, el esmero y la diligencia debidos, defendiendo al máximo los intereses de sus clientes y la integridad del mercado;

»- a poseer y utilizar con eficacia los recursos y los procedimientos necesarios para llevar a buen término su actividad;

»- a informarse de la situación financiera de sus clientes, su experiencia en materia de inversiones y sus objetivos en lo que se refiere a los servicios solicitados;

»- a transmitir de forma adecuada la información que proceda en el marco de las negociaciones con sus clientes;

»- a esforzarse por evitar los conflictos de intereses y, cuando éstos no puedan evitarse, a velar por que sus clientes reciban un trato equitativo;

»- a ajustarse a todas las normativas aplicables al ejercicio de sus actividades de forma que se fomenten al máximo los intereses de sus clientes y la integridad del mercado. (...)

»Artículo 12.

»La empresa deberá indicar a los inversores, antes de entablar con ellos relaciones de negocios, qué fondo de garantía o qué protección equivalente será aplicable, en lo que se refiere a la operación o las operaciones que se contemplen, la cobertura garantizada por uno u otro sistema, o bien que no existe fondo ni indemnización de ningún tipo. (...)»

Por otra parte, la progresión en la protección del inversor que supone la Directiva 2004/39/CE, de 21 de abril, MiFID (Markets in Financial Instruments Directive), ha de ser tomada también en consideración en la interpretación de las obligaciones de la empresa que prestaba los servicios de inversión aunque cuando las partes concertaron el contrato no hubiera transcurrido el plazo de transposición pues el Tribunal de Justicia de la Unión Europea ha afirmado expresamente que la obligación de interpretación del Derecho interno a la luz de la letra y la finalidad de la Directiva vincula a los jueces con independencia de que haya transcurrido o no el plazo para la transposición (Sentencia de 8 de octubre de 1987, caso "Kolpinghuis Nijmegen", asunto 80/86). En tal sentido, esta Sala ha utilizado Directivas cuyo plazo de transposición no había finalizado, y que no habían sido efectivamente transpuestas a nuestro Derecho interno, como criterios de interpretación del mismo. Así ocurrió en la sentencia de la Sala 1ª del Tribunal Supremo de 8 de noviembre de 1996, que utilizó la Directiva 93/13 /CEE, sobre cláusulas abusivas en contratos concertados con consumidores, para interpretar la normativa de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios.

El alcance de las obligaciones del profesional respecto del inversor es detallado en las normas reglamentarias de desarrollo de la Ley del Mercado de Valores.

2) Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, que establece las normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, y desarrollaba la previsión de normas de

conducta que debían cumplir las empresas del mercado de valores. Resumidamente, tales empresas debían actuar en el ejercicio de sus actividades con imparcialidad y buena fe, sin anteponer los intereses propios a los de sus clientes, en beneficio de éstos y del buen funcionamiento del mercado, realizando sus operaciones con cuidado y diligencia, según las estrictas instrucciones de sus clientes, solicitando de sus clientes información sobre su situación financiera, experiencia inversora y objetivos de inversión. Especial rigor se preveía en lo relativo a la información que las empresas debían facilitar a sus clientes (art. 5 del anexo): «1. Las entidades ofrecerán y suministrarán a sus clientes toda la información de que dispongan cuando pueda ser relevante para la adopción por ellos de decisiones de inversión y deberán dedicar a cada uno el tiempo y la atención adecuados para encontrar los productos y servicios más apropiados a sus objetivos (...). 3. La información a la clientela debe ser clara, correcta, precisa, suficiente y entregada a tiempo para evitar su incorrecta interpretación y haciendo hincapié en los riesgos que cada operación conlleva, muy especialmente en los productos financieros de alto riesgo, de forma que el cliente conozca con precisión los efectos de la operación que contrata. Cualquier previsión o predicción debe estar razonablemente justificada y acompañada de las explicaciones necesarias para evitar malentendidos.»

3) Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 25 de octubre de 1995, que desarrolla parcialmente el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo de 1993, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios (art. 9, información sobre operaciones: «Las entidades deberán informar a sus clientes con la debida diligencia de todos los asuntos concernientes a sus operaciones. Dicha información deberá ser clara, concreta y de fácil comprensión para los mismos»).

4) Orden del Ministerio de Economía y Hacienda 7 de octubre de 1999, que desarrolla específicamente el código general de conducta y normas de actuación en la gestión de carteras de inversión. En la misma se contienen, entre otras, las siguientes previsiones:

« Segundo. Principios y deberes generales de actuación

Las entidades que, con arreglo a lo »1. previsto en la presente Orden, realicen el servicio de inversión de gestión de carteras desempeñarán dicha actividad con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante leal, defendiendo los intereses de sus clientes.

En la actividad de gestión de carteras »2. se atenderá a los principios y deberes que se recogen a continuación:

Las entidades »a) deberán identificar correctamente a sus clientes. Cuando no sean clientes institucionales deberán solicitarles información sobre su experiencia inversora, objetivos, capacidad financiera y preferencia de riesgo. (...)

Las entidades »b) deberán asesorar profesionalmente a sus clientes en todo momento, tomando en consideración la información obtenida de ellos.

Las entidades »c) desarrollarán su actividad de acuerdo con los criterios pactados por escrito con el cliente («criterios generales de inversión») en el correspondiente contrato. Tales criterios se fijarán teniendo en cuenta la finalidad inversora perseguida y el perfil de riesgo del inversor o, en su caso, las condiciones especiales que pudieran afectar a la gestión. Dentro del marco establecido por estos criterios, los gestores invertirán el patrimonio de cada uno de sus clientes según su mejor juicio profesional, diversificando las posiciones en busca de un equilibrio entre liquidez, seguridad y rentabilidad, dando prevalencia siempre a los intereses del cliente.»

«Cuarto. Formalización contractual de la gestión de carteras

»Las relaciones entre el cliente y el gestor de cartera deberán estar formalizadas mediante un contrato-tipo de gestión de cartera, conforme a lo previsto en el número octavo de la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995 Dichos contratos serán redactados de forma clara y fácilmente comprensible, y cuyo contenido abarcará, al menos, los siguientes aspectos:

Descripción pormenorizada de los »a) criterios generales de inversión acordados entre el cliente y la entidad.

Relación »b) concreta y detallada de los diferentes tipos de operaciones y categorías de los valores o instrumentos financieros sobre los que recaerá la gestión y de los tipos de operaciones que se podrán realizar, en la que se distinguirán, al menos, las de valores de renta variable, de renta fija, otros instrumentos financieros de contado, instrumentos derivados, productos estructurados y financiados. Deberá constar la autorización del cliente en forma separada sobre cada uno de dichos valores, instrumentos o tipos de operación.(...)».

Como resumen de lo expuesto, el régimen jurídico resultante de la Ley del Mercado de Valores y de la normativa reglamentaria que la desarrolla, interpretadas a la luz de la letra y de la finalidad de la Directiva 1993/22/CEE de la que son desarrollo, impone a las empresas que actúan en el mercado de valores, y en concreto a las que prestan servicios de gestión discrecional de carteras de inversión, la obligación de recabar información a sus clientes sobre su situación financiera, experiencia inversora y objetivos de inversión, y la de suministrar con la debida diligencia a los clientes cuyas carteras de inversión gestionan una información clara y transparente, completa, concreta y de fácil comprensión para los mismos, que evite su incorrecta interpretación y haciendo hincapié en los riesgos que cada operación conlleva, muy especialmente en los productos financieros de alto riesgo, de forma que el cliente conozca con precisión los efectos de la operación que contrata. Deben observar criterios de conducta basados en la imparcialidad, la buena fe, la diligencia, el orden, la prudencia y, en definitiva, cuidar de los intereses de los clientes como si fuesen propios, dedicando a cada cliente el tiempo y la atención adecuados para encontrar los productos y servicios más apropiados a sus objetivos, respondiendo de este modo a la confianza que el inversor deposita en el profesional en un campo tan complejo como es el de la inversión en valores mobiliarios.

La empresa que gestiona la cartera del inversor ha de seguir las instrucciones del cliente en la realización de operaciones de gestión de los valores de la cartera ("con arreglo al mandato del cliente" o "a los mandatos del cliente", se dice en la Ley del

Mercado de Valores y en la STJUE antes mencionados). Las indicaciones del cliente sobre su perfil de riesgo y sus preferencias de inversión desempeñan una función integradora del contenido del contrato, fundamental en el caso del mandato (arts. 1719 del Código Civil y 254 y 255 del Código de Comercio), haciendo la función de instrucciones al gestor para el desarrollo de su obligación básica. Por eso es fundamental que al concertar el contrato las preguntas formuladas al cliente para que defina su perfil de riesgo y los valores de inversión que pueden ser adquiridos sean claras, y que el profesional informe al cliente sobre la exacta significación de los términos de las condiciones generales referidas a dicho extremo y le advierta sobre la existencia de posibles contradicciones que pongan de manifiesto que la información facilitada al cliente no ha sido debidamente comprendida.”

7. LA COMISIÓN BURSÁTIL PARA LA COMPRAVENTA U “ORDEN DE BOLSA”

La orden de Bolsa o del mercado de valores es el conjunto de instrucciones que da un inversor-cliente al intermediario del mercado de valores para la adquisición o venta de determinados valores por cuenta del mismo.²⁰² Este contrato de comisión bursátil se da entre el inversor que, como es un particular, no puede concertar por sí sólo operaciones (compraventas) en mercados secundarios oficiales, y necesita de un profesional (sociedades de valores, agencias de valores y entidades de crédito) que tenga la condición de miembro del mercado secundario oficial en el que pretende realizar la operación (art.1.2 Real Decreto 1416/1991, de 27 de septiembre, sobre Operaciones Bursátiles Especiales y sobre Transmisión Extrabursátil de Valores Cotizados y Cambios Medios Ponderados).

7.1. Rasgos específicos

Se trata de un contrato instrumental pero de gran importancia, por ser el que posibilita realizar operaciones en un mercado secundario oficial, permite comprar y vender, invertir y desinvertir. En esencia, consiste en un mandato (orden) por el que el inversor

²⁰² CACHÓN BLANCO, J.E. (1995): “Contratos de gestión en los mercados de valores”. *Cuadernos de Derecho Judicial*. Consejo General del Poder Judicial. Madrid. P. 265-344

encarga al miembro del mercado ejecutar una operación en un mercado secundario oficial a cambio de un precio (comisión).

7.2. Caracteres

Tanto el Código de Comercio (art.244 y ss), como las normas especiales que establecen la normativa reguladora de los mercados de valores dotan a la comisión bursátil de caracteres propios:

1) La comisión es obligatoria para el comisionista, que no puede negarse a ejecutar las órdenes que reciba. Únicamente puede exigir del comitente que acredite la titularidad de los valores o que le entregue el precio a pagar: “...*No obstante, podrá subordinar el cumplimiento de dicha obligación, tratándose de operaciones al contado, a que se acredite por el ordenante la titularidad de los valores o a que el mismo haga entrega de los fondos destinados a pagar su importe...*” (art.39 LMV), lo cual reviste una particular importancia en el caso de las ventas en corto.

2) El comisionista no puede comprar para sí los valores que se le ordenó vender, ni vender valores propios a los comitentes que le han dado una orden de compra, a menos que los clientes conozcan antes de la conclusión de la operación que el comisionista puede actuar como contrapartida y quede constancia por escrito de dicha circunstancia: “*Quien ostente la condición de miembro de un mercado secundario oficial no podrá operar por cuenta propia con quien no tenga esa condición sin que quede constancia explícita, por escrito, de que este último ha conocido tal circunstancia antes de concluir la correspondiente operación.*” (art.40 LMV).

3) Es una comisión de garantía, en la que el comisionista responde ante el comitente de la entrega de los valores y del pago del precio: “*En las operaciones que realicen por cuenta ajena, los miembros de los mercados secundarios oficiales de valores responderán ante sus comitentes de la entrega de los valores y del pago de su precio.*” (art.41 LMV).

4) El comisionista puede casar o aplicar las órdenes de compra y venta que reciba de sus distintos clientes, pero para ello es necesario que previamente haya formulado sus

ofertas a través del sistema de contratación correspondiente, y que no existan ofertas al mismo precio o a otro más favorable.

7.3. Contratantes

Son el comitente y el comisionista.

- Comitente, que puede ser profesional o minorista (art.78 bis LMV). Profesional es el que tiene experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar decisiones de inversión y valorar sus riesgos. El minorista es todo el que no sea profesional, la ley le protege aumentando los deberes de información y de cuidado a cargo de la empresa de servicios de inversión que actúa como comisionista.

- Comisionista; sólo pueden serlo las Sociedades de Valores y Agencias de Valores o las entidades de crédito que ostenten la condición de miembros del mercado en el que se va a realizar la operación.

7.4. Forma

Al igual que el contrato de comisión mercantil, el contrato de comisión bursátil es consensual, no formal, quedando perfeccionado por el consentimiento de las partes. Lo cual es compatible con la existencia de unas obligaciones legales para el comisionista de constancia y registro de ordenes bursátiles y de llevanza de un libro diario de operaciones como entidad participante en la Sociedad de Sistemas (o en un Servicio de Compensación y Liquidación de una Bolsa de Valores);

“Las entidades que presten servicios de inversión deberán crear un registro que incluya el contrato o contratos que tengan por objeto el acuerdo entre la empresa y el cliente y en los que deberán concretarse los derechos y las obligaciones de las partes y demás condiciones en las que la empresa prestará el servicio al cliente.

Será obligatorio que consten por escrito los contratos celebrados con clientes minoristas. Para la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversiones a dichos clientes, bastará la constancia escrita o fehaciente de la recomendación personalizada.” (art.79 TER LMV).

Estas obligaciones quedan fuera de la relación contractual-mercantil.

7.5. Derechos y obligaciones de las partes

7.5.1. Del comisionista

La obligación principal es ejecutar la orden recibida: *“Quien ostente la condición de miembro de un mercado secundario oficial vendrá obligado a ejecutar, por cuenta de sus clientes, las órdenes que reciba de los mismos para la negociación de valores en el correspondiente mercado...”* (LMV art.39).

Junto a la obligación principal de ejecutar la orden recibida, la normativa reguladora del mercado impone al comisionista una serie de obligaciones destinadas a la protección del cliente:

1) Incluir la orden recibida en el registro de órdenes. El art.7 del Reglamento (CE) nº1287/2006 de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros, y términos definidos a efectos de dicha Directiva, prevé:

“Toda empresa de inversión registrará inmediatamente, en relación con cada orden recibida de un cliente y con cada decisión de negociar adoptada al prestar el servicio de gestión de cartera, los siguientes datos, en la medida en que sean aplicables a la orden o decisión de negociar en cuestión:

- a) el nombre u otra designación del cliente;*
- b) el nombre u otra designación de cualquier persona competente que actúe en nombre del cliente;*
- c) los datos que se especifican en los puntos 4, 6 y 16 a 19 del cuadro 1 del anexo I;*
- d) la naturaleza de la orden, si no se trata de una orden de compra o venta;*
- e) el tipo de orden;*

f) cualesquiera otros detalles, condiciones e instrucciones particulares comunicados por el cliente que especifiquen la forma en que debe ejecutarse la orden;

g) la fecha y la hora exacta de la recepción de la orden por la empresa de inversión o de su decisión de ejecutarla.”

2) Actuar con diligencia y transparencia en interés del cliente, cuidando este interés como si fuera propio: *“Las entidades que presten servicios de inversión deberán comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes, cuidando de tales intereses como si fueran propios, y, en particular, observando las normas establecidas en este capítulo y en sus disposiciones reglamentarias de desarrollo.”* (art.79 LMV).

3) Informar al cliente: tanto en la etapa precontractual como en la ejecución del contrato, incluso advirtiéndolo sobre la idoneidad de la operación: *“Las entidades que presten servicios de inversión deberán mantener, en todo momento, adecuadamente informados a sus clientes”* (art.79.1 bis)^{203 204}.

4) Comunicar la operación a la CNMV. El comisionista que ejecute operaciones sobre instrumentos financieros debe comunicarla a éste organismo a la mayor brevedad: *“Las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito que ejecuten operaciones*

²⁰³ La jurisprudencia perfila el contenido de los deberes del comisionista a partir de la regulación de la Ley del Mercado de Valores: *“Ya la Ley del mercado de valores de 1988 estableció, superando la arcaica legislación existente hasta el momento, las nuevas bases del régimen jurídico español en la materia y de su regulación, en lo que al tema respecta, ha de concluirse, desde una perspectiva general, que el contrato que vincula a los compradores con la sociedad intermediaria, encargada de la adquisición, siguiendo instrucciones del principal, responde a la naturaleza del contrato de comisión mercantil (artículo 244 del Código de comercio), y desde una perspectiva más concreta, que toma en cuenta sus relaciones con el “mercado de valores”, al llamado contrato de “comisión bursátil”; de manera, que, en el desempeño de su mandato, el comitente debe actuar con la diligencia y lealtad que se exigen a quien efectúa, como labor profesional y remunerada, una gestión en interés y por cuenta de tercero, en el marco de las normas de la Ley del mercado de valores, establecidas para regular la actuación profesional de las empresas de servicios de inversión en los dichos mercados, y, por ello, muy especialmente observar las “normas de conducta” (Título VII) que disciplinan su actuación, entre las que destacan, dentro del deber de diligencia, las de asegurarse que disponen de toda la información necesaria para sus clientes, manteniéndoles siempre adecuadamente informados y la de cuidar de los intereses de sus clientes, como si fueran propios, todo ello potenciado por un exquisito deber de lealtad. En este sentido, pues, de claridad y precisión, deben acogerse los motivos examinados.”* (STS 20-1-2003, Sala Primera, FJ 2). El Derecho: EDJ 2003/197

²⁰⁴ La jurisprudencia más reciente ha aumentado el contenido de este deber de informar en relación con las circunstancias del cliente: *“Por sí mismo, el incumplimiento de los deberes de información no conlleva necesariamente la apreciación de error vicio, pero no cabe duda de que la previsión legal de estos deberes, que se apoya en la asimetría informativa que suele darse en la contratación de estos productos financieros con clientes minoristas, puede incidir en la apreciación del error.”* (STS 20-1-2014, Sala Primera, FJ 12). El Derecho: EDJ 2014/8696

sobre instrumentos financieros deberán comunicarlas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores a la mayor brevedad posible y, en lo que se refiere a los datos recogidos en el primer párrafo del apartado número 3 de este mismo artículo, a más tardar, al finalizar el siguiente día hábil a su ejecución. Esta obligación se entenderá exigible en todo caso, independientemente del método, medio, mercado o sistema a través del que se hubieran ejecutado las operaciones.” (art.59.1 bis LMV).

7.5.2. Del comitente

1) Pago de la comisión. La retribución al miembro del mercado se fija libremente, pero las tarifas se han de publicar y ser notificadas a la CNMV y, en su caso, al Banco de España: *“Las retribuciones que perciban los miembros de un mercado secundario oficial por su participación en la negociación de valores estarán libres. No obstante, el Gobierno podrá establecer retribuciones máximas para las operaciones cuya cuantía no exceda de una determinada cantidad y para aquellas que se hagan en ejecución de resoluciones judiciales. La publicación y comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores o, en el caso del Mercado de Deuda Pública en anotaciones, al Banco de España, de las correspondientes tarifas de retribuciones máximas será requisito previo para su aplicación.” (art.42 LMV).*

2) Realizar provisión de fondos, en la comisión de compra: *“No será obligatorio el desempeño de las comisiones que exijan provisión de fondos, aunque se hayan aceptado, mientras el comitente no ponga a disposición del comisionista la suma necesaria al efecto.” (art. 250 CCom).*

En la comisión para venta se deberá acreditar la titularidad de los valores en venta: *“Quien ostente la condición de miembro de un mercado secundario oficial vendrá obligado a ejecutar, por cuenta de sus clientes, las órdenes que reciba de los mismos para la negociación de valores en el correspondiente mercado. No obstante, podrá subordinar el cumplimiento de dicha obligación, tratándose de operaciones al contado, a que se acredite por el ordenante la titularidad de los valores o a que el mismo haga entrega de los fondos destinados a pagar su importe...” (art.39 LMV).*

8. EL PRÉSTAMO DE VALORES

8.1. Finalidades y función económica

El préstamo de títulos valores nació como una práctica informal entre intermediarios financieros (*brokers*) que no disponían de títulos físicos suficientes para cerrar sus operaciones de compraventa por razones como podrían ser el extravío de los títulos por sus clientes.²⁰⁵ Actualmente se usa con profusión en numerosas y complejas operaciones de mercado incluyendo la venta en corto.

El préstamo de valores negociables es una transmisión temporal de la propiedad de acciones u otros instrumentos financieros. La mayoría de estudios sobre la figura coinciden en atribuirle como utilidad principal la de proporcionar liquidez al mercado.²⁰⁶

Entre las muchas posibles finalidades de los préstamos de valores se ha distinguido entre las finalidades del préstamo “generales” o del sistema y “particulares” o de las contrapartes. Entre las finalidades generales, estaría la mencionada liquidez del mercado o la de facilitar la aplicación del principio de entrega contra pago en el mercado del que Iberclear es garante. Desde el punto de vista particular, el préstamo de valores permite al prestamista, entre otras cosas, obtener un rendimiento de su cartera sin necesidad de alterarla de forma permanente. El prestatario, por su parte, puede vender valores de los que aún no es propietario (venta en corto) sin arriesgarse a incumplir sus obligaciones de entrega en el momento de la liquidación.

8.2. Utilidad en la venta en corto

El préstamo de valores juega hoy en día un papel fundamental en el correcto funcionamiento de los mercados de valores en todo el mundo.

Mediante el préstamo de valores, el titular de determinados valores negociados en un mercado secundario (prestamista) cede éstos, por un tiempo determinado a otro

²⁰⁵ FAULKNER M. C.: *Introducción al préstamo de valores*. Versión española publicada por el Centro Internacional de Información Financiera (CIFF) y el Banco Santander. Marzo 2006.

²⁰⁶ ZUNZUNEGUI F. (2005): “Novedades en el Régimen Jurídico de los Préstamos de Valores”. *Revista de Contratación Electrónica*, núm. 56, enero de 2005.

(prestatario) para que éste último los destine a su enajenación, a un nuevo préstamo, o a servir de garantía en una operación financiera.

Los inversores que quieren vender valores en corto, al menos en el supuesto de las ventas en corto convencionales, primero deben encontrar a alguien dispuesto a prestar los valores que ellos quieren vender. De esta forma, al hablar de las ventas en corto, tenemos que considerar la estructura del mercado privado de préstamos de valores y sus problemas específicos.

Los dueños de los valores a menudo permiten a sus *brokers* o entidades depositarias²⁰⁷ negociar en su nombre. Legalmente, los prestadores de las acciones en nombre de sus clientes las poseen, mientras que sus clientes solo poseen los correspondientes intereses contables. Bajo el acuerdo de préstamo de valores, la titularidad de las acciones pasa al prestatario de los valores y al comprador en corto, respectivamente. A cambio, el tomador de las acciones entrega al prestamista una parte del valor de estas en el mercado en concepto de garantía en metálico. Mientras que tiene la garantía, el prestamista puede reinvertir el dinero y obtener un beneficio.

8.3. Concepto y caracteres

Combinando el concepto de préstamo de valores del Código de Comercio (arts. 312 y ss) y el del mutuo o préstamo de cosa fungible del art.1740 del Código Civil, el préstamo de valores sería un contrato mercantil por el que el prestatario adquiere del prestamista la propiedad de los valores prestados y se constituye en la obligación de devolver otros tantos de la misma especie y calidad.

Ello no obstante, la categorización del préstamo de valores negociables como mutuo, a la que se llega mediante la asimilación de los valores negociables a cosas fungibles, no es una cuestión pacífica²⁰⁸. En cualquier caso, tanto éste autor como la mayoría de los

²⁰⁷ Hemos visto anteriormente que no existe depósito en el caso de valores anotados en cuenta, aunque a efectos de exposición y por la aplicación supletoria de algunas reglas de este contrato podría usarse el término.

²⁰⁸ CACHÓN BLANCO, J.E. (1996): "El contrato de préstamo de valores negociables (especialmente, acciones cotizadas en bolsa)", en *Estudios Jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*. Editorial Civitas.

estudios y artículos sobre el tema²⁰⁹, concluyen que los valores representados por medio de anotaciones en cuenta y, en particular, las acciones cotizadas de la misma emisión, son fungibles por ser sustituibles entre sí. En este sentido, el art.17 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de Operaciones Bursátiles, dispone que *“Los valores representados por medio de anotaciones en cuenta correspondientes a una misma emisión que tengan unas mismas características tienen carácter fungible. En consecuencia, quien aparezca como titular en el Registro contable lo será de una cantidad determinada de los mismos sin referencia que identifique individualmente los valores.”*.

Configurado el préstamo de valores negociables como un préstamo simple o de mutuo, queda también de manifiesto su efecto traslativo de la propiedad. De acuerdo con el art.1753 del Código Civil, *“El que recibe en préstamo dinero u otra cosa fungible, adquiere su propiedad, y está obligado a devolver al acreedor otro tanto de la misma especie y calidad.”*

Este efecto traslativo del dominio tiene importantes consecuencias como, muy destacadamente, que en el supuesto de que el prestatario sea declarado en concurso, los valores que haya tomado en préstamo se integren en la masa. El prestatario adquiere la propiedad de los valores y puede disponer de ellos libremente. De acuerdo con la legislación española y de conformidad con la normativa comunitaria, la titularidad plena sobre los valores “prestados” corresponde al tomador, cuya obligación consiste en la devolución de “títulos equivalentes”. Igualmente, el prestamista goza de titularidad plena sobre los activos que recibe del tomador como garantía de la operación, y su obligación consiste en devolver el equivalente a esa garantía. En España, sin embargo, Iberclear, a través de su registro especial de operaciones de Préstamo de Valores, facilita, cuando sea posible, que las acciones devueltas sean exactamente las mismas que fueron originalmente cedidas.

²⁰⁹ MENDAÑA NAVARRO, R. (2006): “Negocios sobre acciones cotizadas. La compraventa de acciones cotizadas. El préstamo de valores. Derivados”. En *La Sociedad Cotizada*. AA. VV. Editorial Marcial Pons.

El prestamista pierde la propiedad de las acciones prestadas que pasa al prestatario. Aquel queda con un derecho de crédito a la devolución de otras acciones de similar clase, especie y condición (“títulos equivalentes”). Las consecuencias más significativas de esta circunstancia para el prestatario son:

- a) Puede ejercer los derechos de voto inherentes en su caso a los valores dados en préstamo.
- b) Ejercitará los demás derechos inherentes a las acciones, incluyendo aquellos de contenido económico y el derecho de información.

Si el objeto del préstamo son valores representativos del capital de sociedades cotizadas, las acciones que se prestan deben computarse a efectos de los porcentajes que determinan la obligación de comunicar la adquisición o pérdida de una participación significativa.²¹⁰

De conformidad con lo expuesto, las características del contrato de préstamo de valores negociables son las siguientes:

- Real, se perfecciona con la entrega de los valores al prestatario. No es suficiente a tales efectos el mero compromiso de entrega de los mismos. La doctrina moderna ha postulado que la distinción entre contratos reales y contratos consensuales propia del Derecho romano está ya superada en la actualidad y que, por tanto, es posible que un préstamo se perfeccione por el mero consentimiento²¹¹. Sin embargo estos contratos serían atípicos, porque el préstamo regulado en el ordenamiento jurídico español requiere entrega de los valores.

²¹⁰ Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea.

²¹¹ ALBALADEJO GARCÍA, M.: “La naturaleza real o no del contrato de préstamo (Comentario a la sentencia del Tribunal Supremo (Sala 1.ª) de 12 de julio de 1996)”, *Revista de Derecho Privado*, n.º 81/1997. P.569 y ss

- Unilateral, una vez perfeccionado sólo crea obligaciones para el prestatario de los valores. Lo que no impide que se puedan pactar obligaciones para ambas partes.
- No es un contrato formal, no se requiere de forma alguna ad solemnitatem. Sin embargo se requiere forma escrita para probar la existencia y condición de los préstamos de cuantía superior a 9 euros (arts.51 CCom y 1280 CC), así como para pactar el pago de intereses (art.314 CCom.). Adicionalmente, el préstamo de valores en particular suele llevar aparejadas determinadas exigencias administrativas y de gestión, aunque esto no lo convierte en un contrato formal.
- Traslativo de la propiedad o dominio de los valores que constituyen su objeto.
- Oneroso o gratuito, si bien sólo devengará intereses si se pactan expresamente (art.1755 CC) y por escrito (art.314 CCom). Lo normal es que este tipo de préstamo, como cualquier otro préstamo mercantil, sea oneroso.
- Naturaleza mercantil, porque los bienes objeto del mismo son mercantiles y también porque al menos una de las partes es comerciante.
- Contrato bursátil²¹², aunque no exista negociación bursátil del préstamo ni se trate de una operación de mercado secundario oficial, el préstamo de valores negociables cumple con los principales requisitos del negocio jurídico del mercado de valores: (1) su objeto son valores negociables; (2) la operación se realiza con referencia a un mercado de valores de destino; (3) está sujeto al control y supervisión de la CNMV; y (4) la intervención preferente, aunque no obligatoria, de intermediarios del mercado de valores.

²¹² Así resulta del art.36.1 de la Ley del Mercado de Valores: “Tendrán la consideración de operaciones de un mercado secundario oficial de valores las transmisiones por título de compraventa, u otros negocios onerosos de cada mercado, cuando se realicen sobre valores negociables u otros instrumentos financieros admitidos a negociación en el mismo y se efectúen en ese mercado con sujeción a sus reglas de funcionamiento”.

8.4. Sujetos

En la regulación positiva del préstamo de valores que hace el art.36.3 LMV se ha eliminado la necesidad de que el prestamista o el prestatario sean una entidad participante o miembro del sistema correspondiente de compensación y liquidación del mercado en donde se negocia el valor. De forma que pueden ser prestamistas o prestatarios cualesquiera personas físicas o jurídicas, y no sólo aquellas entidades que se encuentren habilitadas para operar en los mercados.²¹³

No obstante es un contrato más frecuente entre personas jurídicas, especialmente el prestatario suele ser una persona jurídica. Incluso en algunos tipos de préstamos de valores se limita la facultad de actuar como prestamista de valores: por ejemplo, en el caso de los préstamos de valores otorgados a efectos del sistema de crédito bursátil (regulados en la Orden de 25 de marzo de 1991), sólo pueden ser prestamistas las sociedades de valores y las entidades de crédito que sean miembros de Iberclear y si no los son deben obtener el concurso de una entidad que reúna tal condición.

La sociedad o agencia de valores actúa como comisionista, permitiendo que el titular de los valores o quien solicita valores en préstamo transmitan su orden al intermediario del mercado financiero, que se pone en contacto con otros intermediarios y, si encuentra contrapartida, perfecciona el préstamo actuando en nombre y por cuenta de su cliente.

8.5. Formalización

La transmisión de los valores representados mediante anotaciones en cuenta se realiza mediante transferencia contable; *“La transmisión de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrá lugar por transferencia contable. La inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos”* (art.12.1 Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de Operaciones Bursátiles). Para que la entrega se produzca habrá de comunicarse la

²¹³ ZUNZUNEGUI, F., “Novedades en el régimen jurídico del préstamo de valores”, *Revista de la contratación electrónica*, nº 56/2005. P.74

transmisión a la entidad encargada del registro contable de tales valores para que realice la oportuna inscripción.

8.6. Objeto

En el préstamo de valores el prestamista trasmite la propiedad de una serie de valores negociables al prestatario que se obliga a devolver otros tantos de la misma clase, calidad y especie, con independencia de las modificaciones de valor que los entregados hubiesen experimentado en el periodo de duración del préstamo.

En caso de que el prestatario no pueda devolver valores de la misma clase e idénticas condiciones deberá devolver “sus equivalentes”, salvo que las partes hayan pactado otra cosa. El problema de determinar qué se entiende por valores equivalentes a los prestados ha de ser resuelto caso por caso. En la práctica, es frecuente que las partes prevean una prestación sustitutiva para el supuesto en que los valores se hayan extinguido, y que suele consistir en la devolución del valor económico de los valores prestados según su cotización el día de devolución u otro criterio valorativo.

8.7. Derechos y obligaciones de las partes

Tratándose de un contrato unilateral en el que se produce la transmisión de la propiedad, sólo el prestatario contrae obligaciones. Tales obligaciones del prestatario son:

1. Reintegrar en el momento del vencimiento los valores prestados, u otros equivalentes.
2. Pagar las comisiones (de apertura, de cancelación anticipada de la cuenta de valores, de mantenimiento de la misma, etc.) y los intereses pactados.

En cuanto a los derechos del prestatario:

1. Cobro de los derechos económicos de los títulos, cuya titularidad ha sido transferida.
2. Ejercicio de los derechos políticos de dichos valores.
3. Poder de disposición y enajenación de los valores.

8.8. El préstamo para asegurar la entrega de valores

Con la finalidad de que en las operaciones de compra y venta bursátil esté asegurada la entrega de los valores a las entidades compradoras en la fecha de liquidación, cuando no se produzca dicha entrega por parte del vendedor, el art.56.5 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de Operaciones Bursátiles, dispone que Iberclear habrá de disponer de *“...los mecanismos que le permitan, sin incurrir en riesgo con sus miembros, asegurar la puesta a disposición de las Entidades adheridas acreedoras de los valores o efectivo en la fecha a que se refiere el número anterior, procediendo para ello, en su caso, a tomar a préstamo o a comprar los valores correspondientes.”*. Uno de esos mecanismos es el préstamo de valores, al que se refiere el art.57: *“Cuando la Entidad adherida incumpla su obligación de entrega por no poner los correspondientes valores en plazo a disposición del Servicio, procederá éste a tomarlos en préstamo para su entrega a la Entidad acreedora en la fecha de liquidación”*.²¹⁴

Pueden ser prestamistas todas las entidades participantes del sistema bursátil que suscriban con Iberclear el correspondiente contrato de préstamo, con el contenido mínimo previsto en la norma, y según el modelo aprobado por la CNMV. Las entidades prestamistas pondrán valores a disposición de Iberclear que los tomará prestados o los liberará de dicha condición por la cantidad necesaria para dar cobertura al conjunto de las ventas que se encuentren pendientes de liquidar transcurrido su plazo normal de liquidación. Si los valores objeto de préstamo pertenecen a los clientes de una entidad participante-prestamista, debe constar el consentimiento del titular expresado en un contrato entre el titular de los valores y la entidad participante.

Iberclear remunerará diariamente al prestamista al tipo de interés que la propia Iberclear publica mensualmente. La remuneración se aplica sobre el equivalente en efectivo de los valores prestados según su cotización media ponderada correspondiente a la sesión del día anterior (si el valor objeto de préstamo no hubiese fijado cambio en la sesión anterior se tomará como cambio medio ponderado el último existente). Iberclear también reconoce al prestamista los derechos económicos que se devenguen durante la

²¹⁴ Previsiones desarrolladas por las Normas de adhesión y funcionamiento del sistema “Servicio de Compensación y Liquidación de Valores”.

vigencia del préstamo, para lo que detrae esos derechos de la posición de la entidad vendedora que hubiera incumplido la liquidación.

8.9. Duración

El contrato tiene duración limitada, no pudiendo establecerse un plazo de vencimiento superior al año. Si las partes han pactado el momento de la devolución, habrá de estarse a éste, salvo que la ley establezca un plazo máximo para ese préstamo de valores específico. En cualquier caso, los préstamos de valores suelen ser a corto plazo.

En defecto de plazo expreso, y dado el carácter mercantil del préstamo de valores, es aplicable el art.313 CCom *“En los préstamos por tiempo indeterminado, o sin plazo marcado de vencimiento, no podrá exigirse al deudor el pago sino pasados treinta días, a contar desde la fecha del requerimiento notarial que se le hubiere hecho”*.

Es posible y frecuente que las partes pacten que el prestamista tenga derecho a solicitar la cancelación del préstamo a su voluntad, aunque esta facultad podrá condicionarse a que el prestatario pueda obtener del mercado los valores a devolver. También es posible pactar que sea el prestatario el que pueda devolver anticipadamente los valores en cualquier momento hasta la fecha límite (así se establece expresamente para los préstamos de valores incluidos en el sistema de crédito bursátil y de los realizados para el sistema de liquidación bursátil); si no se ha pactado esta posibilidad de devolución anticipada, la fecha estipulada vincula a ambas partes (art.1127 CC), salvo que el prestamista acepte voluntariamente dicha restitución anticipada.

8.10. Garantía de su cumplimiento

La ley requiere la constitución de garantías para asegurar la devolución de los títulos en los préstamos de valores celebrados según art.36.3 LMV y en los celebrados en el marco del sistema de crédito bursátil (artículo Cuarto de la Orden de 25 de marzo de 1991 y Norma 3.^a de la Circular 5/1991, de la Bolsa de Madrid). Quedan exceptuados los préstamos resultantes de operaciones de política monetaria y los que se hagan con ocasión de una oferta pública de venta o suscripción de valores.

En cuanto a los préstamos concertados por la Sociedad de Sistemas (Iberclear) con la finalidad de asegurar las liquidaciones de las operaciones de contado, el art.57 del Real Decreto 116/1992 prevé, además de la retención del importe correspondiente a las operaciones en las que las entidades adheridas se retrasen en la puesta a disposición de los correspondientes valores, que será por lo general dispuesto para concertar los préstamos correspondientes, que Iberclear pueda recabar de las entidades adheridas que, durante su demora, actualicen o garanticen esa cantidad con la diferencia que experimente respecto del valor de cotización de los valores en cuestión y, en caso de que incumplan los requerimientos que le curse al efecto, podrá proceder inmediatamente a adquirir los valores necesarios para devolver los tomados a préstamo.

Aunque la ley expresamente no lo establezca, en la práctica la constitución de garantías será casi siempre exigida por los prestamistas en cualquier modalidad de préstamo de valores, junto con su actualización generalmente diaria en función de la cotización de los valores prestados.

Las garantías consisten por lo general en efectivo, valores negociables u otros instrumentos financieros, y se formalizan su formalización mediante un acuerdo de garantía financiera. Estos “acuerdos de garantía financiera” se regulan en el Real Decreto-ley 5/2005 de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública²¹⁵. Tienen un régimen especial, en el que destaca que para su formalización basta simplemente que el acuerdo conste por escrito (no siendo necesaria escritura pública) y la entrega de los valores, efectivo o instrumentos financieros; cabe la constitución de garantías mediante la plena transmisión de la propiedad (que será lo más común, pues en la práctica es frecuente que el prestamista reinvierta lo que recibe en garantía, aunque el Real Decreto-ley 5/2005 también prevea la constitución de garantías pignoraticias con facultad de disposición del acreedor pignoraticio); se admite como válido el pacto comisorio, la apropiación de la cosa dada en prenda como forma de ejecutar la garantía; se permite la sustitución de los valores e instrumentos financieros por parte del garante, así como la disposición de los valores por el beneficiario de la garantía o el ajuste de las garantías en cada momento sin pérdida alguna del rango o preferencia de la garantía financiera y

²¹⁵ Transpone, entre otras, la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera.

asimilando estas aportaciones a la realizada en el momento inicial (es muy corriente en las operaciones de préstamo de valores que la garantía se ajuste diariamente al valor de mercado de los valores prestados, a fin de evitar, con ello, las consecuencias negativas asociadas a su volatilidad: por parte del prestamista, la disminución del importe garantizado cuando los títulos prestados incrementen notablemente de valor, y, por parte del prestatario, la sobrecolateralización, en el supuesto contrario); y gozan de un tratamiento especial favorable en materia concursal.

9. CRÉDITO DE MERCADO. PRÉSTAMO A INVERSORES

La comisión bursátil puede venir acompañada de la prestación de otros servicios financieros. Uno de ellos es el de crédito.

El contrato de crédito de mercado es un contrato entre el cliente y el intermediario por el que este último concede al cliente el crédito necesario para comprar (si se anticipa dinero) o vender (si se anticipan los valores) en el mercado.

Se trata de una operación de mercado gestionada por los organismos rectores de los mercados. Su regulación específica, además de la Ley del Mercado de Valores y normas complementarias, se encuentra en la Orden Ministerial de 25 de marzo de 1991, sobre sistema de crédito en Operaciones Bursátiles de Contado, que ha sido desarrollada por la Circular de 5/1991, de 20 de mayo, de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid, que prevé que las sociedades de valores cuya declaración de actividades expresamente lo prevea, así como también las entidades de crédito (en caso de que estas entidades no sean miembros de Iberclear, deberán obtener el concurso de una entidad que reúna esa condición) puedan otorgar créditos de valores y también de efectivo directamente relacionados con operaciones de compra y venta de valores admitidos a negociación.

La finalidad del crédito es realizar una operación sobre instrumentos financieros, siempre que en dicha operación intervenga la empresa que concede el crédito o el préstamo. Deberá tratarse de una entidad participante de la Sociedad de Sistemas o, en otro caso, obtener el concurso de una entidad que lo sea (art. 63.2 b) LMV).

El crédito vinculado a las compraventas bursátiles al contado es un mecanismo que permite las funciones económicas de especulación en descubierto y aumento de liquidez

propias del mercado, vinculando los mercados de valores y de crédito. Con el crédito al mercado se provee de financiación bancaria a las operaciones del mercado de valores, aumentando la liquidez del mercado. Las entidades de crédito pueden cumplir su función básica otorgando crédito a aquellos clientes que deseen operar en bolsa sin contar previamente con la provisión necesaria. Una vez acordados con su cliente los términos de la operación transmitirán la orden de compraventa a un miembro del mercado para su ejecución.

El sistema de contratación del mercado al contado es autónomo respecto del sistema de control de los créditos de mercado. El crédito de mercado no es una operación a plazo en la que las partes pacten un aplazamiento entre la perfección de la compraventa y su ejecución. Los valores se compran o venden en el mercado al contado por lo que la negociación no se fracciona. La ejecución de las obligaciones que nacen en la compraventa se sirve de los valores o del dinero recibido a crédito. Esta circunstancia pertenece a las relaciones internas entre el miembro del mercado y el cliente y no trascienden al mercado al contado, que aplica a la ejecución de las compraventas a crédito los mismos procedimientos que a las demás compraventas.

La vinculación de una orden bursátil con una operación de crédito afecta a la comisión bursátil. Al encargo de comprar o vender valores en el mercado se añade el de conceder créditos, constituyéndose una relación compleja que se rige por las normas de la comisión bursátil y las de la operación de crédito.

Las operaciones de crédito de mercado que suponen la venta en bolsa con recurso a un préstamo de valores (la venta en corto) se someten al régimen general establecido en el artículo 36.3 LMV para el préstamo de mercado: *“Sin perjuicio de otras modalidades de préstamo, se podrá llevar a cabo el préstamo de valores negociados en un mercado secundario oficial cuya finalidad sea la disposición de los mismos para su enajenación posterior, para ser objeto de préstamo o para servir como garantía en una operación financiera. En cualquier caso, el prestatario deberá asegurar la devolución del préstamo mediante la constitución de las garantías suficientes. En su caso, la Comisión Nacional del Mercado de Valores determinará cuáles deberán de ser dichas garantías. La regla de exigencia de garantías no resultará aplicable a los préstamos de valores resultantes de operaciones de política monetaria, ni a los que se hagan con ocasión de una oferta pública de venta de valores...”*

Según el sistema reglamentado para el crédito de mercado, el intermediario concede un crédito en dinero o valores al cliente. El comisionista que actúa puede ser el miembro de mercado que va a realizar la compraventa u otra entidad de valores o de crédito. La entidad de crédito que recibe la orden de compra o de venta de uno de sus clientes para su transmisión al mercado puede ser la que, con base en la confianza que cliente le merece, concede el crédito para realizar la operación. Los créditos vencen el último día hábil del mes corriente, para las operaciones contratadas en la primera quincena del mismo, y el último día hábil del mes próximo para las contratadas en la segunda quincena, si bien pueden cancelarse a voluntad del acreditado antes del vencimiento, se pueden prorrogar por un mes, aplazando la obligación de reembolsar el dinero o de entregar los valores recibidos a crédito.

Los créditos otorgados se deben destinar necesariamente a realizar operaciones bursátiles de compraventa sobre los valores que, previa comunicación a la CNMV, determinen las sociedades rectoras. El importe efectivo de las compraventas realizadas a crédito debe alcanzar el equivalente en euros a 200.000 pesetas. Le corresponde al acreditado designar el miembro del mercado al que se encomienda ejecutar la compraventa.

El crédito de mercado es un crédito garantizado. Los acreditados deben aportar las garantías fijadas por las sociedades rectoras que no podrán ser inferiores a las que determine con carácter general la CNMV.

Los valores adquiridos y el importe recibido de una compraventa realizada con recurso a un crédito de mercado deben quedar depositados hasta que se produzca la liquidación del crédito, entregándose a cambio el correspondiente recibo.

El comprador a crédito debe entregar al miembro que efectuó la operación de contado orden irrevocable de venta de los valores adquiridos a crédito, con entrega del importe de la operación a la entidad que otorgó el crédito. El vendedor a crédito debe entregar al miembro que efectuó la operación de contado orden irrevocable de compra de los valores vendidos a crédito, con entrega de los mismos a la entidad que concedió el crédito. La entidad que concedió el crédito podrá ejecutar estas órdenes cuando el acreditado incumpla las obligaciones resultantes de la liquidación de su posición, o no actualice las garantías.

Semanalmente las entidades que ofrezcan estas modalidades de crédito deben fijar las condiciones que aplicarán a estas operaciones para su publicación en los boletines de cotización de las bolsas. La CNMV establece los límites generales al volumen de operaciones de crédito que pueden otorgar las entidades o a las condiciones en que dichas operaciones se practiquen, atendiendo a las circunstancias del mercado.

10. COMPRAVENTA BURSÁTIL

10.1. Apariencia no contractual

La transmisión de valores mobiliarios en bolsa se realiza fundamentalmente mediante su compraventa. La compraventa bursátil es una compraventa especial, dotada de fuertes singularidades, hasta el punto que se ha planteado la posible naturaleza no contractual de la transacción bursátil,²¹⁶ principalmente porque opera a través de sistemas de contratación electrónicos, y con la intervención de miembros del mercado y del organismo rector del mercado en la contratación y en la liquidación.

Desde cierto punto de vista la transmisión bursátil de títulos es una figura muy próxima a un contrato de compraventa de una sociedad realizada fuera de la bolsa. Sin embargo, mientras que la compraventa extrabursátil es más conforme a la imagen que se tiene tradicionalmente de un contrato, la transmisión bursátil es atípica. El objeto del contrato es idéntico, en los dos casos se intercambian derechos sociales por dinero. En lo que afecta a los títulos de sociedades cotizadas, los títulos son el objeto tanto de una transacción bursátil como de una cesión fuera del mercado, porque no todas las transferencias de títulos de capital son realizadas en la bolsa. Es la manera de contratar la que difiere según que los títulos sean intercambiados en bolsa o fuera de ella. La transmisión de títulos fuera de la bolsa se parece mucho a cómo se entiende comúnmente que debe ser el proceso de conclusión de los contratos. Las partes

²¹⁶ En derecho francés se ha discutido si el intercambio de acciones en bolsa es un contrato. Contempladas desde fuera de la bolsa se puede dudar de la naturaleza contractual de estas operaciones que no se parecen a los contratos clásicos, de procedencia civil. Para algunos autores franceses, se trata de una sucesión de contratos o de “operaciones no contractuales” que reposan sobre dos acuerdos unilaterales, de los emisores de las órdenes de compra y de venta, en el que las obligaciones de los emisores de las órdenes resultarían del registro de sus órdenes de compra y venta en la cámara de compensación.

Sobre esta cuestión: ROUAUD, A. (2010): *Contribution à l'étude de l'opération de marché*. Bibliothèque de l'Institut de Recherche Juridique de la Sorbonne André Tunc. IRJS Éditions. París. P. 257-303

negocian los elementos de la transacción, no sólo el precio, también las garantías acordadas por cedente y cesionario, las condiciones del cedente dentro de la sociedad, el calendario de realización de las prestaciones de unos y otros, una obligación particular de no concurrencia, etc.; los expertos que participan en la operación aconsejan a las partes para establecer el valor de la sociedad; normalmente la conclusión del contrato requiere de muchos meses; todas las cláusulas del contrato se formalizan en un texto escrito que firman las partes.... Considerada desde fuera, la compraventa bursátil tiene poco en común con el anterior proceso, no hay negociaciones previas al contrato, no se negocian cláusulas, no intervienen abogados, notarios, o técnicos; tampoco se formaliza por escrito el contrato ni es firmado por las partes. El inversor y el miembro del mercado que interviene no se comportan como el comprador y el vendedor de las acciones de la sociedad fuera de la bolsa. Se limitan a introducir sus órdenes de compra o venta en el mercado, casi siempre mediante medios telemáticos, designando los títulos que quieren adquirir o liquidar por su código ISIN.²¹⁷ Una vez que la orden se recibe por el miembro del mercado es el ordenador de la bolsa el que casa las órdenes de compra y venta.

Los libros sobre derecho de obligaciones y contratos apenas mencionan las transacciones bursátiles. Lo que transmite la impresión de que no existen tales contratos, al contrario que otros muy conocidos, como la venta de bienes inmuebles y otros privilegiados ejemplos de los mecanismos del derecho de obligaciones y de la compraventa y sus especialidades en particular.

La terminología empleada también contribuye a enmascarar la naturaleza contractual de las transacciones bursátiles. Como se ha visto el término “transacción” del Código Civil nada tiene que ver con la compraventa bursátil. Ni el “intercambio” bursátil de títulos se realiza título por título, sino a cambio de dinero. Por otra parte la relación de mercado es simétrica: las cosas que se intercambian tienen tanta importancia la una como la otra, ya que lo que importa es su encuentro, el precio. Distinguir compra y venta, comprador y vendedor, da la impresión de que los operadores bursátiles *contratan con el mercado* en lugar de con una contraparte identificada.

²¹⁷ Los códigos ISIN (International Securities Identification Number) constituyen una nomenclatura internacional que permite identificar todos los títulos cotizados en los diferentes mercados financieros del mundo.

En derecho español no se pone en duda la calificación de las transacciones bursátiles como contrato de compraventa, aunque las consideraciones anteriores sirven para poner de manifiesto la gran especialidad de la compraventa bursátil, que consiste en que se perfecciona cuando se encuentran dos declaraciones unilaterales, de sentidos opuestos pero compatibles, sin que comprador y vendedor negocien directamente, sino que lo hacen de forma colectiva a través de un sistema electrónicos.

10.2. Regulación positiva

La compraventa bursátil se regula por la voluntad privada manifestada en las condiciones impuestas en el previo contrato de comisión en el que se emiten las órdenes de compra y venta que comprador y vendedor transmiten a su intermediario.

A la voluntad privada así manifestada antecede, se superpone y prevalece la regulación positiva, que consiste en las disposiciones generales de los arts.323 a 345 CCom y supletoriamente los arts.1445 a 1505 CC, los arts. 36, 37, 38 y 43 Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, desarrollados por Real Decreto 1416/1991, de 27 de septiembre, sobre Operaciones Bursátiles Especiales y sobre Transmisión Extrabursátil de Valores Cotizados y Cambios Medios Ponderados, por la Orden de 5 de diciembre de 1991 del Ministerio de Economía y Hacienda, sobre Operaciones Bursátiles Especiales, y por la Circular 3/1991, de 18 de diciembre, de la Comisión Nacional de Mercado de Valores, también sobre Operaciones Bursátiles Especiales. También tienen disposiciones aplicables la Ley 7/1988, de Condiciones Generales de la Contratación.

El Reglamento de las Bolsas, Decreto 1506/1967, cuyas disposiciones siguen vigentes en la medida que no contraríen el sistema establecido por la Ley del Mercado de Valores. El Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos. Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión. Y

por el Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores

Tiene singular importancia las disposiciones emanadas de los órganos rectores del mercado para la regulación de las operaciones bursátiles; Circular 3/1999, de 17 de junio, de la Sociedad de Bolsas, sobre normas de funcionamiento del sistema de interconexión bursátil, y la Circular 10/1991, de 5 de diciembre, de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid, sobre normas de contratación.

10.3. Características específicas

En un esfuerzo por aplicar caracteres conocidos, la compraventa bursátil es considerada un contrato consensual, sin perjuicio de los deberes de documentación contractual, bilateral, oneroso, conmutativa, de tracto único y que se debe adaptar a los modelos preestablecidos que impiden introducir manifestaciones singulares de voluntad tales como condiciones suspensivas y resolutorias, reservas de dominio y similares.²¹⁸

La aplicación de estos caracteres a la compraventa bursátil debe hacerse con muchas prevenciones. Como se ha visto anteriormente, la necesaria intervención de los miembros del mercado y del organismo rector del mercado, y la fuerte intervención pública en el contenido de sus cláusulas hace difícil mantener que se trata de un contrato consensual y bilateral, incluso arroja dudas sobre si se trata de un contrato de compraventa pudiendo acercarse a otra categoría jurídica.

En todo caso se trata de un contrato muy complejo que presenta como rasgos más significativos los siguientes.

1. Mercantilidad

La compraventa bursátil es una compraventa especial por su objeto y forma. El objeto son los valores cotizados en bolsa. La forma debe cumplir para su validez determinadas exigencias, principalmente que intervenga un miembro del mercado y cumplir las reglas técnicas que rigen la contratación en el mercado bursátil.

²¹⁸ AA.VV. (2011). *Memento práctico. Contratos mercantiles. 2011-2012*. Ediciones Francis Lefebvre. P.930

2. Sujetos

La validez de la compraventa bursátil depende de ciertos requisitos de forma. El más singular es que se necesita que intervenga un miembro del mercado (art.37.4 LMV). Este requisito es el centro del sistema legal. Comprador y vendedor no se conocen ni encuentran, la compraventa no se realiza cara a cara, sino que se realiza entre dos intermediarios, uno vendedor y el otro comprador. Son operaciones impersonales, realizadas entre profesionales, con gran rapidez.

Sujetos directos son los miembros del mercado, que contratan en nombre propio y por cuenta de sus clientes según la comisión (orden) recibida.

3. Objeto

El objeto de la compraventa bursátil son valores negociables que, además, han de estar admitidos a negociación en bolsa de valores.

En el mercado al contado los miembros del mercado pueden negarse a contratar por cuenta de clientes que no acrediten la titularidad de los valores que se ordenen vender o no entreguen los fondos destinados a pagar las compras que ordenen realizar (art.39 LMV).

El Reglamento de Bolsas dispone en su art.64 *“En el mercado de contado sólo podrán negociarse por los vendedores los títulos-valores de los que sean propietarios con anterioridad”*, trata de evitar la venta en descubierto, salvo que se negocie la venta de valores adquiridos en la misma sesión bursátil que se venden, pero todavía no liquidados (el ciclo de liquidación es de tres días hábiles de bolsa, hasta que se entreguen los valores liquidados). Es el miembro del mercado el que tiene que exigir al comitente que acredite la propiedad de los valores antes de ejecutar la orden de venta, aunque bastaría que se acredite un “poder de disposición” necesario para que se verifique la entrega de los valores en el momento de la liquidación de la operación.

4. Forma

Rige el principio de libertad de forma, fuertemente modulado por las previsiones del art.44 LMV que prevé que el Gobierno, con el fin de proteger el interés de los inversores y el buen funcionamiento de los mercados, pueda establecer que las

relaciones entre miembros de un mercado secundario oficial con terceros referentes a la negociación de valores se formalicen en contratos por escrito, suscritos por las partes y con entrega de un ejemplar a cada una de ellas. Previsión que se concreta en La Orden EHA/1665/2010, de 11 de junio, por la que se desarrollan los artículos 71 y 76 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión, en materia de tarifas y contratos-tipo; y en la Circular 7/2011, de 12 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre folleto informativo de tarifas y contenido de los contratos-tipo.

Además, la forma del contrato está condicionada por la técnica. Las operaciones bursátiles ordinarias deben realizarse a través de los sistemas de contratación que establecen las bolsas y para su eficacia la compraventa bursátil debe cumplir las exigencias de forma y contenido que establecen las sociedades rectoras de las bolsas (normas de funcionamiento del Sistema de Interconexión Bursátil, refundidas por la Circular 3/1999, de la Sociedad de Bolsas).

El incumplimiento de una de las partes en la ejecución del contrato determina que el organismo rector encargado de la liquidación procede a su ejecución coactiva, actuación que responde a las exigencias de rapidez y seguridad del tráfico bursátil.

5. Transmisión de la propiedad y derechos accesorios

En la compraventa bursátil normativamente está separado el momento de transmisión de la propiedad y el de adquisición de los derechos económicos de los valores. La transmisión de la propiedad de los valores representados por anotaciones en cuenta se produce con la inscripción del valor a favor del adquirente, que equivale a su tradición. La inscripción se produce al consumarse la compraventa, en el momento de la liquidación. El sistema de contratación adeuda los valores vendidos al vendedor y se los abona al comprador tres días hábiles de Bolsa después de que la orden de compraventa haya sido introducida en el mercado y cruzada a través de los sistemas de contratación establecidos. El tercero que adquiera acciones representadas por anotaciones en cuenta de personas que, según el registro contable, aparezcan legitimadas para transmitir los mismos, no estará sujeto a reivindicaciones. A no ser que hubiera mala fe o culpa grave.

Según dispone el art.62 del Reglamento de Bolsas, *Los beneficios, perjuicios, derechos y deberes inherentes a todo propietario de títulos o valores negociados, serán de cuenta y provecho del comprador de los mismos desde que se realizó la compra.* De manera que los derechos y obligaciones inherentes a todo propietario de valores negociados serán de cuenta y provecho del comprador desde que realizó la compra. Es una especificación respecto de la previsión del art.1095 Código Civil, que dispone que el acreedor tiene derecho a los frutos de la cosa desde que nace la obligación de entregarla, incluso antes de haber adquirido por la entrega el derecho real sobre ella. El régimen de compraventa bursátil anticipa las consecuencias de la transmisión de la propiedad a un momento anterior al de la tradición de los valores. En el mismo momento de la perfección del contrato, sin necesidad de esperar a la entrega (liquidación) de los valores, se le atribuyen al comprador los derechos y deberes del propietario.

6. Compraventas bursátiles al contado y a plazos

Desde el punto de vista de la liquidación o cumplimiento, los contratos bursátiles pueden clasificarse diferenciando entre operaciones de contado y a plazo. También existen contratos u operaciones a crédito, que son de contado por su modo de liquidación, pero que tienen una estructura económica y la finalidad propia de los contratos a plazo, sirviendo como éstos de instrumentos para reasignar el riesgo de cambio.

Actualmente no hay mercado bursátil a plazo, aunque existe la previsión normativa. De acuerdo con el art.81 del Reglamento de Bolsas corresponde al Ministro de Hacienda autorizar las modalidades de operaciones a plazo que puedan concertarse en las bolsas según la enumeración que hace el propio artículo, y señalar los valores que pueden ser contratados a través de éstas operaciones. En la DA 9ª del Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva: *“Se autoriza al Ministerio de Economía y Hacienda para establecer el régimen de las operaciones a crédito, tanto de compra, como de venta acomodándolo a la situación creada por la Ley 24/1988, de 28 de julio (citado), del Mercado de Valores para señalar los valores y orden de sucesión de las operaciones a plazo que vayan a autorizarse en las Bolsas, de conformidad con los arts. 80 y 81 de su vigente Reglamento, y para regular la situación transitoria de las operaciones a crédito*

cuyo desarrollo temporal resulte afectado por la entrada en vigor de los preceptos de la mencionada Ley referidos a las Bolsas de Valores.”

Las operaciones al contado y a plazo se distinguen por el diferimiento entre la celebración del contrato y el inicio del proceso de liquidación. En una compraventa al contado, su celebración inicia el proceso de liquidación. En la compraventa a plazo se conviene entre las partes, con los límites normativos previstos, un diferimiento entre la celebración del contrato y el inicio del proceso de liquidación. En ambos tipos de operaciones se siguen el mismo proceso de cumplimiento de las obligaciones de las partes de entrega de los valores vendidos y pago del precio.

En la práctica la ejecución aparece aplazada en todas las compraventas bursátiles incluyendo las operaciones al contado. El término es esencial, pero la complejidad característica de la operación impone el aplazamiento, permitiendo el desglose de las operaciones por los intermediarios que asignan a sus clientes las operaciones contratadas, la compensación y liquidación. El término también es impuesto por el mercado. La bolsa cumple una función económica que implica la posibilidad de especular, de comprar y vender los valores en el momento que se considere más favorable, con independencia de la disponibilidad de los valores y del dinero. Dándose un plazo para conseguir los valores o el dinero que no se posee en el momento de concertar la venta. Las operaciones típicas de la especulación bursátil son las que se realizan a plazo, pero el mercado al contado también tiene una base especulativa.

El aplazamiento de las prestaciones de la compraventa bursátil es compatible con la obligación de realizarlas en un día o término. El art.56.4 RD 116/1992, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de Operaciones Bursátiles, establece dentro de los “*principios rectores del sistema*” que “*4. La liquidación correspondiente a cada sesión de Bolsa tendrá lugar un número prefijado de días después. Antes del inicio de la siguiente sesión deberá producirse el cierre de la cuenta de contratación. El plazo que medie entre las sesiones y la fecha de liquidación de las operaciones en ellas contratadas será siempre el mismo y lo más corto posible*”. El que vende valores en descubierto conoce del término de que dispone para procurarse los medios necesarios para cumplir su prestación.

10.4. Ejecución

10.4.1. Elemento personal

Son sujetos intervinientes en el contrato de compraventa bursátil los siguientes.

1. Comprador y vendedor.

2. Los miembros del mercado, que actúan como comisionistas representando a comprador y vendedor. El contrato se perfecciona entre miembros del mercado, que intervienen en nombre propio y por cuenta ajena. Es una representación indirecta, actuando el miembro del mercado como comisionista. La compraventa será ejecutada bien por el miembro del mercado o por la entidad participante, que acepta del comisionista la responsabilidad de la liquidación.

3. La Sociedad de Sistemas (Iberclear), es un mandatario común a las entidades participantes, que necesariamente son todos los miembros del mercado de las Bolsas de Valores, a los que sustituye en la ejecución del mandato recibido. El art.44bis LMV prevé la ejecución del contrato de compraventa mediante de la Sociedad de Sistemas, que tiene entre otras funciones *“Gestionar la liquidación y, en su caso, la compensación de valores y efectivo derivada de las operaciones realizadas sobre valores”*. El Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de Operaciones Bursátiles, especifica (art.55.1) que *“La liquidación de las operaciones bursátiles tendrá lugar por compensación multilateral, a través del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, de los saldos acreedores y deudores de valores y efectivo que como consecuencia de ellas correspondan a cada una de las Entidades adheridas”*.²¹⁹

²¹⁹ “Esta Sala comparte plenamente los razonamientos y conclusiones de la Juzgadora de instancia en torno al carácter legal y no convencional de la penalización recogida en la Norma 24 de la Circular 6/07 de Iberclear. Tal y como opone la apelada, su origen y naturaleza son claramente legales. La circunstancia de que el contrato suscrito entre ambas partes (Interdin e Iberclear) sea un contrato entre dos entidades mercantiles sujetas al derecho privado, no es óbice para que, teniendo en cuenta que la demandada es una entidad privada, pero de carácter marcadamente legal (por cuanto fue constituida por mandato de los arts.7 y 44 bis de la Ley del Mercado de Valores para gestionar la liquidación y en su caso la compensación de valores como sociedad anónima con un solo socio), pueda en el ámbito de sus especiales competencias adoptar decisiones en orden a asegurar el buen funcionamiento de las operaciones que legalmente le están encomendadas por la citada Ley y por el Decreto 116/92 de 14 de febrero 1992/14504” (SAP de Madrid de 29 septiembre 2011, FJ 3). Sobre esta sentencia ver los epígrafes dedicados a la jurisprudencia.

De acuerdo con el art.76 Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de Operaciones Bursátil, pueden tener también la condición de entidad adherida, de acuerdo con los términos previstos en el reglamento de la Sociedad de Sistemas, determinadas entidades de crédito, la Caja General de Depósitos, las sociedades y agencias de valores que no ostenten la condición de miembros de alguna Bolsa de Valores y las entidades extranjeras o nacionales que desarrollen actividades análogas a las del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores. El mismo artículo establece que podrá ser entidad adherida el Banco de España.

La liquidación de las operaciones bursátiles se produce a través de la Sociedad de Sistemas (Iberclear) que actúa como cámara de compensación, facilitando la entrega de los valores y su pago. Uno de los mayores problemas que presenta la compraventa bursátil es el de la naturaleza jurídica de la liquidación. La liquidación multilateral a través de la cámara de compensación es entendida a veces como un contrato de carácter plurilateral destinado a permitir la compensación, en el que la cámara únicamente intervendría para controlar la regularidad de las operaciones, realizando una función de mero tránsito consistente en recibir los saldos pasivos y distribuirlos entre los acreedores de su importe. Pero la Sociedad de Sistemas no tiene solo una función de colaboración técnica, también tiene una función de interposición. La compensación de créditos y débitos de cada una de las entidades participantes se produce en la fecha de liquidación. La Sociedad de Sistemas debe calcular el saldo deudor y acreedor de cada una de ellas, situándose para la liquidación en el lugar del acreedor de los saldos deudores resultantes de la compensación, de un lado, y del deudor de los saldos acreedores, de otro. Apareciendo la Sociedad de Sistemas como un mandatario común, que se interpone entre las entidades que participan, con el encargo de recibir y realizar los pagos.²²⁰

Junto a ésta función la Sociedad de Sistemas asume la garantía del cumplimiento de las operaciones, asegurando la entrega de los valores al comprador y el pago del precio al vendedor. No obstante no es una *clearing house*, como las que operan en algunos mercados de valores derivados como el de futuros y opciones, en los que las partes obtienen de la cámara de compensación lo que debe la otra parte. Las entidades que

²²⁰ ZUNZUNEGUI, F.: *Derecho del Mercado Financiero*. Ed. Marcial Pons. Madrid 2005. P.796

participan de la Sociedad de Sistemas no tienen esta ventaja, porque aquella no puede asumir riesgos con los participantes en la compensación.²²¹

10.4.2. Liquidación y compensación

El sistema de compensación y liquidación de valores en bolsa se estructura a partir de unos principios basados en el de compensación multilateral: *“La liquidación de las operaciones bursátiles tendrá lugar por compensación multilateral, a través del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, de los saldos acreedores y deudores de valores y efectivo que como consecuencia de ellas correspondan a cada una de las Entidades adheridas”* (art.55.1 LMV)

Esos principios rectores del sistema son los de *“...universalidad, entrega contra pago, objetivación de la fecha de liquidación, aseguramiento de la entrega y neutralidad financiera.”* (art.56 LMV).

1. Por el principio de universalidad el sistema será único, admitiendo el menor número posible de especialidades en función de las diferentes categorías de valores. A través del mismo se liquidarán todas las operaciones bursátiles, sin perjuicio de que las Comunidades Autónomas con competencia en la materia pueda disponerse la creación por las Sociedades Rectoras de servicios propios de compensación y liquidación de operaciones sobre valores admitidos a negociación en una única Bolsa de Valores.

2. Entrega contra pago: las transferencias de valores y efectivo resultantes de la liquidación se practicarán u ordenarán por la Sociedad de Sistemas de modo simultáneo. El sistema no distingue entre operaciones al contado y a plazos.

3. Objetivación de la fecha de liquidación: la liquidación correspondiente a cada sesión de Bolsa tendrá lugar un número prefijado de días después. Antes del inicio de la siguiente sesión deberá producirse el cierre de la cuenta de contratación. El plazo que medie entre las sesiones y la fecha de liquidación de las operaciones en ellas contratadas será siempre el mismo y lo más corto posible. Actualmente el plazo es de tres días hábiles de Bolsa. Las partes no pueden establecer un plazo inferior. La ley fija el día de ejecución de las obligaciones contratadas en determinada sesión. Esta fijación es

²²¹ *Op.cit.* P.797

necesaria para realizar eficazmente los complejos procesos de compensación y liquidación.

4. Principio de aseguramiento de la entrega: La Sociedad de Sistemas dispondrá de los mecanismos que le permitan, sin incurrir en riesgo con sus miembros, asegurar la puesta a disposición de las Entidades adheridas acreedoras de los valores o efectivo en la fecha a que se refiere el principio anterior, procediendo para ello, en su caso, a tomar a préstamo o a comprar los valores correspondientes. Para el cumplimiento de este principio se establece un sistema de préstamo de valores, art.57 RD 116/1992, y un procedimiento de recompra de valores en el mercado, art.58 RD 116/1992. A través del sistema la titularidad de valores pasa directamente del cliente vendedor a al cliente comprador, sin que, en ningún momento, la propiedad de los valores quede reflejada en las cuentas propias de los intermediarios que participan en la liquidación de la operación.

5. Principio de neutralidad financiera: la Sociedad de Sistemas será neutral en términos financieros, ordenando ésta los cargos y abonos en la cuenta de efectivo que cada entidad adherida mantenga en el Banco de España con valor del mismo día y de modo que quede disponible el saldo resultante con esa misma valoración en cualquiera de las oficinas de dicho Banco radicadas en plaza bursátil.

10.4.3. Principio de aseguramiento de la entrega

A este principio ya nos hemos referido al tratar del préstamo de valores y en el epígrafe anterior pero, por su importancia, extenderemos algo más la exposición sobre el mismo.

En el cumplimiento de su función de garantía la Sociedad de Sistemas (Iberclear) únicamente debe asumir los riesgos absolutamente necesarios absteniéndose de asumir riesgos con los participantes en los servicios de compensación y liquidación, con las excepciones estrictamente limitadas a lo que resulte indispensable para el desarrollo de sus funciones. Para evitar que la opción por el modelo de interposición haga recaer sobre la Sociedad de Sistemas el riesgo de la liquidación se establecen los siguientes procedimientos de cobertura.

El Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de Operaciones Bursátiles establece el principio según el cual “[E]l Servicio dispondrá de los mecanismos que le permitan, sin incurrir en riesgo con sus miembros, asegurar la puesta a disposición de las Entidades adheridas acreedoras de los valores o efectivo en la fecha a que se refiere el número anterior, procediendo para ello, en su caso, a tomar a préstamo o a comprar los valores correspondientes.” (art.56.5).

El Reglamento se establecen dos mecanismos para que la Sociedad de Sistemas pueda garantizar el cumplimiento de las obligaciones bursátiles; por una parte, la entrega de los valores queda asegurada con el préstamo de valores y la compra de reemplazo (arts.56.2, 57, y 58); y, por otra, la obligación de pago se asegura mediante la venta forzosa de los valores y la fianza que deben constituir las entidades participantes. Las entidades adheridas a los sistemas gestionados por la Sociedad de Sistemas constituirán, en los términos previstos en el Reglamento de esta última, una fianza colectiva, destinada a garantizar entre ellas el cumplimiento de las obligaciones derivadas de la liquidación de las operaciones bursátiles en que participen y de las obligaciones que deriven de los mecanismos con que la Sociedad de Sistemas asegura la puesta a disposición de los valores o efectivo en la fecha de liquidación. Esta fianza no responderá frente a clientes ni personas o entidades distintas de las citadas (art.61).

En último lugar, con independencia de los mecanismos de aseguramiento de la entrega de valores mencionados, el art.59 del Reglamento establece que, para la prevención de demoras en la entrega, control de demoras y penalizaciones, la Sociedad de Sistemas establecerá los procedimientos de prevención de demoras en la entrega de aquellos valores cuyas características, número y tipo de operaciones, incidencias surgidas y otras circunstancias relevantes así lo aconsejen.

Esos procedimientos podrán incluir plazos y requisitos especiales para la tramitación y liquidación de las operaciones sobre esos valores, registros diferenciados de los valores cuya entrega se haya comprometido y, de ser necesario, los sistemas de resolución de las discrepancias que puedan surgir en la liquidación de las operaciones, incluyendo las prestaciones sustitutorias de las obligaciones incumplidas y las indemnizaciones a las

entidades perjudicadas con cargo al efectivo de las operaciones en cuestión y a las penalizaciones que se impongan a las entidades incumplidoras.²²²

10.4.4. El préstamo de valores a la Sociedad de Sistemas

Cuando una entidad participante incumpla la obligación de entrega de los valores vendidos en la fecha de liquidación la Sociedad de Sistemas ha de tomarlos prestados para entregarlos a la entidad compradora. Si en el mercado no están disponibles en préstamo los valores necesarios, se procederá a su compra para entregarlos en cualquier caso a la entidad compradora. Únicamente hay un supuesto en el que no está garantizada la entrega de los valores al comprador; cuando por falta de oferta la Sociedad de Sistemas no pueda efectuar la compra de reemplazo. Aunque, incluso en este supuesto, podría ofrecer un precio cada vez mayor hasta obtener una oferta a su demanda.

El préstamo de valores se regula en los arts.36.3 LMV, y en el art.57 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de Operaciones Bursátiles, de acuerdo con el que la Sociedad de Sistemas ha aprobado el modelo de contrato normativo que debe suscribir dicha sociedad con cada una de las entidades participantes, regulando el objeto, duración y la remuneración de los préstamos, así como del método de determinación de los prestamistas. Se trata de un contrato normativo, regulador de las condiciones en las que la Sociedad de Sistemas puede tomar valores a préstamo. Cuando un vendedor incumple, la Sociedad de Sistemas toma valores prestados en las condiciones especificadas en dicho contrato.

²²² La Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 29-9-2011, —EDJ 2011/293838— aclara la naturaleza y validez de las cláusulas penales que impone Iberclear en los contratos con las entidades adheridas al sistema de compensación y liquidación; el carácter objetivo de la responsabilidad en que incurrían estas entidades; afirma que existe un concepto legal de venta en descubierto; y excluye la incidencia de la fuerza mayor en el nacimiento de la responsabilidad de las entidades adheridas, por entender que la quiebra de un banco no es un suceso imprevisible ni inevitable. Como adelantamos en nota anterior, a esta sentencia nos referiremos más adelante al tratar sobre la jurisprudencia dictada en relación con estos contratos.

10.4.5. Recompra de valores en el mercado

El Reglamento denomina a la compraventa de reemplazo recompra de valores en el mercado (art.58).

Este mecanismo permite que, cuando por falta de valores disponibles el Servicio de Compensación no pueda tomarlos a préstamo, pueda proceder a comprar los necesarios en el mercado para su entrega a la parte compradora. Estas adquisiciones se realizan por la Sociedad de Sistemas a través de un miembro del mercado y se financian con los fondos recibidos de la parte compradora y con los aportados por la parte vendedora. En todos los casos la sociedad de sistemas reclamará en concepto de penalización de la entidad adherida el importe fijo o el porcentaje del precio satisfecho que por la misma se fije con carácter previo y general.

La Sociedad de Sistemas retiene el precio pagado por el comprador para hacer frente a la retribución del préstamo y en su caso, pagar la compra de reemplazo. Como entre la fecha de la operación y el momento de realizar la compra de reemplazo la cotización de los valores vendidos y no entregados puede haberse elevado, la entidad incumplidora, como garantía, debe mantener un depósito de dinero a favor de la Sociedad de Sistemas, con cantidad equivalente a la diferencia entre el último valor de cotización y el precio satisfecho por el comprador. En caso de incumplimiento de esta obligación, la Sociedad de Sistemas debe proceder de inmediato a efectuar la compra de reemplazo y a devolver los valores tomados a préstamo.

Al parecer, es frecuente que la Sociedad de Sistemas, sin previsión legal para ello, cuando se produce el incumplimiento del vendedor y no existen valores que pueden ser tomados en préstamo, realiza una anotación en cuenta de los valores comprados que no han sido entregados. Entonces lo que se está produciendo es que la Sociedad de Sistemas actúa como un emisor de valores, creando inflación de valores hasta que, llegada la fecha de recompra, adquiere los valores en el mercado.

10.5. El pago del precio

10.5.1. La fecha de cumplimiento en la compraventa bursátil

La representación mediante anotaciones en cuenta supone que se sustituya la entrega material por técnicas similares a las bancarias para mostrar la transmisión. Mediante la transferencia entre dos cuentas se inscribe la nueva titularidad de los valores en la cuenta de quien los ha adquirido y el cargo en la del que los transmite.

La compraventa bursátil tiene una fecha determinada para su cumplimiento. La inscripción es el último eslabón del proceso de compensación y liquidación de la compraventa bursátil al que preceden una serie de etapas regladas entre el día de la contratación (D) y los tres días siguientes (D+3): las Sociedades Rectoras de cada una de las bolsas comunican a la Sociedad de Sistemas durante el mismo día los registros que permiten identificar los importes, valores y cambios de las operaciones que cada miembro del mercado ha realizado durante la sesión (se exceptúan operaciones especiales²²³ y anulaciones aprobadas por el órgano de supervisión del mercado). Después los miembros del mercado comunican a la Sociedad Rectora las operaciones en las que han intervenido debidamente desglosadas o individualizadas por clientes. También ha de indicar la entidad adherida, que puede ser el propio miembro, que realizará la liquidación, es decir que pondrá a disposición los fondos o valores precisos para liquidar la operación de compra o venta. Las operaciones desglosadas deben ser confirmadas por las entidades adheridas para que la Sociedad de Sistemas les asigne su liquidación. El plazo de liquidación transcurre hasta el D+2 inclusive, aunque en la práctica se confirma de forma inmediata una vez que se ha desglosado la operación. Las entidades que no hayan recibido la correspondiente provisión de fondos del comprador o que no tengan registradas las referencias de registro correspondientes a los valores objeto de la venta no confirmarán la operación para no quedar en descubierto.

En caso contrario, la Sociedad de Sistemas debe acudir a los mecanismos previstos para estos supuestos en el art.63.2 Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre

²²³ Operaciones especiales o extraordinarias, no regidas por las normas comunes de mercado, sino por otras singulares donde se imponen limitaciones administrativas o se exime al contrato de cumplir ciertos requisitos del mercado general. Son, por ejemplo, las aplicaciones, tomas de razón, compraventa de valores con cotización suspendida, venta forzosa o las operaciones especiales sobre deuda pública y derivados. IBAÑEZ JIMÉNEZ, J. (2012): “Negocios jurídicos del mercado de valores”, en *Fundamentos de derecho empresarial. Contratación mercantil. Tomo III*. Thomson Reuters Civitas.P.365

representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de Operaciones Bursátiles: *“Si una Entidad adherida dejara de atender en todo o en parte la liquidación, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores procederá de inmediato a ejecutar la parte de su fianza necesaria para cubrir la cuantía del descubierto. Si la fianza de la Entidad que hubiera desatendido la liquidación resultara insuficiente, el Servicio procederá a aplicar para la satisfacción de dicho descubierto la parte de fianza de las demás a prorrata de su importe.”*

Al contrario de lo previsto en el art.1124 del Código Civil, la naturaleza del negocio mercantil impone que la prestación sólo puede cumplirse en la fecha establecida. Llegado el término, el incumplimiento del contrato lo resuelve automáticamente, ipso iure. Con ello se satisface el interés del mercado, y se protege la liquidación y el tráfico bursátil, reduciendo los efectos del incumplimiento de una entidad deudora sobre el conjunto de la liquidación.

En el ordenamiento jurídico español, el término esencial con efecto resolutorio sólo se admite cuando los contratantes quisieron dar a la fecha de ejecución del contrato aquel efecto resolutorio o cuando así resulte de una disposición legal. En los contratos bursátiles en cambio es una norma específica por disposición legal establecida en el art.63.2 RD 116/92, de 14 de febrero.²²⁴

10.5.2. Disposición por la Sociedad de Sistemas de los valores no pagados

“Si una entidad participante dejara de atender, en todo o en parte, la obligación de pago en efectivo derivada de la liquidación, la Sociedad de Sistemas podrá disponer de los valores no pagados, adoptando las medidas necesarias para enajenarlos a través de un miembro del mercado.” (art.44 bis.5 LMV)

Cuando un comprador deja de cumplir sus obligaciones de pago de los valores adquiridos la Sociedad de Sistemas debe vender los valores. Si la cotización ha descendido ejecuta la fianza dada para cubrir la garantía del descubierto que aparece en el momento en el que el precio convenido en la operación supera el precio al que la Sociedad de Sistemas efectúa la venta forzosa por haber descendido la cotización del

²²⁴ ZUNZUNEGUI, F. (2005): *Derecho del Mercado Financiero*. Ed. Marcial Pons. Madrid. P.801

valor. El efecto resolutorio se vincula a la ejecución forzosa del contrato. La Sociedad de Sistemas debe adoptar las medidas necesarias para enajenar los valores a través de un miembro del mercado y entregar al vendedor el efectivo correspondiente a la venta convenida. Conforme al art.165 del Reglamento de Bolsas, se realiza por cuenta del comprador. De esta forma, en el supuesto de que aumente la cotización del valor, el superávit deberá ser entregado al comprador, sin perjuicio de las penalizaciones que le pueda imponer la Sociedad de Sistemas por el retraso (art.59.2 d RD).

10.5.3. Fianza colectiva

Está regulada en el Título II RD 116/92, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de Operaciones Bursátiles, que incorpora la fianza al conjunto de medidas previstas en garantía del cumplimiento de las obligaciones bursátiles.

En caso de que desde la fecha de perfección del contrato hasta el momento en el que es rescindido, la cotización del valor descende, el importe de la venta no será suficiente para cubrir el precio de la venta incumplida. Este riesgo es el que queda cubierto con el establecimiento la fianza colectiva. Si una entidad participante deja de atender la liquidación de efectivos, la Sociedad de Sistemas dispone de la garantía para cubrir la cuantía del descubierto: *“Las entidades adheridas a los sistemas gestionados por la Sociedad de Sistemas constituirán, en los términos previstos en el Reglamento de esta última, una fianza colectiva, destinada a garantizar entre ellas el cumplimiento de las obligaciones derivadas de la liquidación de las operaciones bursátiles en que participen y de las obligaciones que deriven de los mecanismos con que la Sociedad de Sistemas asegura la puesta a disposición de los valores o efectivo en la fecha de liquidación. Esta fianza no responderá frente a clientes ni personas o entidades distintas de las citadas.”* (art.61.2 RD 116/1992).

Las entidades participantes responden hasta el importe total de la garantía colectiva por el riesgo de que el incumplimiento de pago de una entidad supere su correspondiente garantía. Cuando se disponga de parte de la garantía de las entidades participantes para cubrir la insuficiencia de una de ellas, la Sociedad de Sistemas está legitimada para el ejercicio de la acción de regreso correspondiente. Los resultados de la acción se

entregan a las entidades después de ser reintegrada la garantía. En último caso, cuando el resultado obtenido con la venta forzosa más la garantía colectiva es insuficiente para atender el pago de la venta convenida únicamente quedaría el ejercicio de las pertinentes acciones judiciales.

La garantía puede hacerse efectiva mediante un depósito en efectivo, prenda de deuda del Estado, aval de entidad de crédito o cualquier otro procedimiento que la Sociedad de Sistemas considere una garantía suficiente y líquida (art.61.3 RD). En la práctica, se viene exigiendo que sea un seguro de caución con la Sociedad de Sistemas como beneficiario y con las entidades participantes como tomadoras del mismo, el asegurador se obliga, en caso de incumplimiento por alguna entidad participante de la obligación de pago derivada de la compensación, a indemnizar al servicio, a título de resarcimiento, los daños patrimoniales sufridos. Esto es lo que permite a la Sociedad de Sistemas proteger al mercado resolviendo los incumplimientos en el pago de las entidades participantes. El art.60.3 RD permite que la Sociedad de Sistemas establezca fórmulas que garanticen la efectividad inmediata de los pagos en caso de insuficiencia de fondos en las cuentas correspondientes, en cuyo caso las oportunas restituciones de fondos tendrán lugar con cargo a las fianzas establecidas en garantía del mercado. En desarrollo de esta previsión, la Sociedad de Sistemas ha aprobado mantener líneas de crédito con entidades financieras, que garantizan la efectividad inmediata de los pagos ante un incumplimiento de la liquidación, y contratado las correspondientes pólizas de crédito para atender este tipo de descubierto.

La fianza colectiva permite a la Sociedad de Sistemas garantizar el pago de las compraventas bursátiles por las entidades participantes. Pero esta fianza no responde frente a los clientes de las entidades participantes. El inversor que adelanta en la compra la provisión de fondos, puede no recibir los valores si su entidad participante incumple la obligación de pago y la Sociedad de Sistemas ha dispuesto de los valores comprados. Las pérdidas que sufra el inversor en este caso son indemnizadas por el Fondo de Garantía de Inversiones.

La garantía colectiva sólo cubre el riesgo derivado de la posible diferencia de precio entre el momento de la compra original y el de la venta por la Sociedad de Sistemas de los valores en el mercado. El comprador no recibiría los valores aunque hubiera

entregado a la entidad participante, como provisión de fondos de la comisión, la suma necesaria para la compra. El cliente no es beneficiario de la garantía.

11. MODIFICACIÓN DE LA REGULACIÓN Y FUNCIONAMIENTO TÉCNICO DE LAS ACTIVIDADES DE POST-CONTRATACIÓN POR LA LEY 32/2011 QUE MODIFICA LA LEY 24/1988, DE 28 DE JULIO, DEL MERCADO DE VALORES

El actual sistema de compensación y liquidación de valores se basa en la firmeza de las operaciones en el momento de la contratación y en la liquidación multilateral por brutos. La Ley 32/2011 introduce una profunda reforma en el sistema con el fin de adaptarlo al nuevo entorno de mayor integración en la Unión Europea, que exigirá la posterior modificación de gran variedad de textos normativos por la importancia de las novedades que introduce esta Ley en la compensación, liquidación y registro de operaciones sobre valores.

La finalidad básica que persigue la reforma es dotar al sistema de mayor competitividad, homogeneizando las actividades de post-contratación con las estructuras de los principales países europeos. Además el legislador espera que surjan nuevos actores en el sector como el proyecto del Eurosistema TARGET2-Securities, que tiene por objetivo facilitar la liquidación centralizada en dinero del banco central de las operaciones de valores en euros o en otras monedas, igualando la liquidación transfronteriza europea de valores con la nacional en términos de eficiencia y de costes, convirtiéndose en el proceso en un paso relevante hacia la consecución de un mercado de valores único integrado para los servicios financieros.

Según la Exposición de Motivos de la Ley 32/2011, la reforma se plasmará en gran variedad de textos normativos en diferentes etapas por las que la reforma se irá materializando. Muchos de estos elementos exceden del objeto de la Ley y se posponen a modificaciones reglamentarias, pero la Ley incluye los grandes ejes de la reforma del sistema de compensación, liquidación y registro.

Como primer eje, se establece la introducción en los servicios de post-contratación de la figura de entidad de contrapartida central. Estas entidades realizarán funciones de

interposición por cuenta propia entre compradores y vendedores de las transacciones efectuadas sobre valores, asumiendo el riesgo de contrapartida, y realizarán la compensación de valores y efectivo derivada de las mismas. Su intervención en el proceso que media entre la negociación en bolsa o en un sistema multilateral de negociación y la liquidación de la transacción permitirá la sustitución de un sistema de liquidación multilateral de valores por brutos por un modelo bilateral, basado exclusivamente en saldos. Ello debería repercutir en una reducción en los costes de liquidación además de facilitar la eliminación del concepto de aseguramiento en la entrega, ya que los inversores siguen protegidos al relacionarse en la práctica con un agente especial que es una entidad de contrapartida central con gran solvencia técnica y financiera, en vez de hacerlo de forma bilateral sujetos a mayores riesgos de contraparte.

Como segundo eje, trata de eliminar los mecanismos actuales de aseguramiento en la entrega en el ámbito de la Sociedad de Sistemas. El aseguramiento en la entrega se ha interpretado tradicionalmente como el compromiso de liquidar todas las operaciones de compra y venta, entregando siempre valores en especie a cambio de efectivo. Para llevarlo a término se estableció un sistema de garantías colectivas, con las que financiar los procedimientos de obtención de valores o efectivo en las operaciones que no pudiesen liquidarse a tiempo. Si bien esta institución ha supuesto un alto nivel de protección a los inversores, es preciso revisarla para garantizar la robustez del sistema. La eliminación del aseguramiento en la entrega supone permitir, en último extremo, la resolución de incidencias a través de compensaciones en efectivo si resulta imposible acceder a los valores, lo que mejora la estabilidad del sistema. Sin embargo, el inversor también mantendrá un alto nivel de protección ya que, en esencia, se relaciona únicamente con la entidad de contrapartida central que minimiza, aunque no elimina, el riesgo de fallo en la entrega. Adicionalmente, de ocurrir un fallo, las compensaciones en efectivo deberán ser adecuadas al valor concernido y la variación de precio que haya tenido lugar en el proceso.

Como tercer eje, se pretende eliminar el actual sistema de control basado en las referencias de registro para pasar a un sistema basado exclusivamente en saldos, estableciéndose procedimientos alternativos de control. Las referencias de registro han sido una especificidad de nuestro sistema de compensación, liquidación y registro. Han

desempeñado satisfactoriamente su función exclusiva de mecanismo de control, aunque también conllevan ciertos inconvenientes. Por tanto, la sustitución de dichas referencias por el uso de saldos redundará en una mayor eficiencia del sistema, pero a la vez, deberá venir acompañada por mecanismos alternativos de control, de responsabilidad y de resolución de incidencias que aseguren que el nuevo sistema ofrece al menos las mismas garantías que el actual. El referido incremento en la eficiencia del sistema se verá reforzado por la unificación de los sistemas de registro de renta variable ya visto, con los correspondientes a la renta fija y a la deuda pública que se llevará al final de este proceso de reforma.

Las modificaciones introducidas por la Ley 32/2011 en el sistema de compensación, liquidación y registro de operaciones sobre acciones constituyen un importante cambio en el sistema, pero deja al sistema en una situación intermedia, pendiente de que se concreten las reformas y se introduzcan otras mediante las oportunas modificaciones normativas, especialmente con el desarrollo reglamentario de la Ley.

12. ANTEPROYECTO DE LEY POR LA QUE SE MODIFICA LA LEY 24/1988, DE 28 DE JULIO, DEL MERCADO DE VALORES, EN MATERIA DE COMPENSACIÓN, LIQUIDACIÓN Y REGISTRO DE VALORES

Los últimos desarrollos han sido la publicación por la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera del Anteproyecto de Ley por la que se modifica la Ley del Mercado de Valores en materia de compensación, liquidación y registro de valores.²²⁵

Según su exposición de motivos, entre los cambios más relevantes, la Ley proyectada establece la reversibilidad de la representación de los valores, clarifica la estructura y funcionamiento del sistema de doble escalón de registro de valores, así como la aplicación de la regla de prorrata para resolver los posibles desajustes entre los valores anotados en el registro de detalle y los anotados en el registro central, e identifica los momentos fundamentales en la cadena de poscontratación.

Además, se crea un sistema de información para la supervisión de la compensación, liquidación y registro de valores (la interfaz de poscontratación), que constituye un elemento fundamental para el desarrollo de la labor supervisora de la CNMV.

²²⁵ <http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2015/02/Doc.-24-Anteproyecto-Ley-Reforma-LMV-sobre-com.-liquid.-y-registro.pdf>

El trámite de Audiencia Pública del Anteproyecto finalizó el 15 de diciembre de 2014.²²⁶

²²⁶ <http://www.rdmf.es/2015/02/09/reforma-de-la-lmv-en-materia-de-compensacion-liquidacion-y-registro-de-valores/>

CAPÍTULO V. VISIÓN JURISPRUDENCIAL

1. JURISPRUDENCIA ESPAÑOLA

1.1. Escasa y tangencial

La jurisprudencia sobre la venta en corto y sus implicaciones es casi inexistente, lo cual dificulta grandemente precisar los conceptos básicos en los contratos que se dan en la venta en corto, y hace pervivir las principales dudas que se plantea sobre la naturaleza de algunos de estos contratos y sobre el contenido de los derechos y obligaciones más polémicos que incluyen.

Un estudio de las sentencias dictadas sobre la materia acaba con una primera conclusión: no existen sentencias del Tribunal Supremo. Ello es debido probablemente a que el juego de las normas procesales que en el orden jurisdiccional civil regulan la admisión de los recursos de casación no permite que las sentencias dictadas en este orden por las Audiencias Provinciales o los Juzgados accedan a aquella instancia. Una segunda conclusión es que la mayoría de los pronunciamientos de las Audiencias Provinciales sobre esta materia (la operativa de la venta en corto, sus contratos y consecuencias jurídicas) son colaterales o accesorios respecto de las principales cuestiones tratadas en esas sentencias y apenas sirve para precisar algunos aspectos.

En ningún caso existe una serie de pronunciamientos judiciales sistemáticos sobre este tipo de operaciones en los que se fije su contenido, los efectos que producen, el tipo de responsabilidades que nacen, figuras afines, normativa supletoria aplicable, etc. De manera que la construcción de la venta en corto en España se realiza por la ley en sentido formal, desde el Reglamento de Bolsas y la Ley del Mercado de Valores, pasando por el Código de Comercio y Código Civil, y los Reglamentos y Directivas Comunitarios, hasta las diversas disposiciones de rango reglamentario dictados en distintos niveles de Administración. Y su aplicación práctica se realiza por diferentes operadores jurídicos públicos y privados, sin que exista una deseable y necesaria

jurisprudencia, que de forma sistemática dote de unidad al sistema, cubra lagunas, aclare puntos oscuros y, en definitiva, de seguridad jurídica a quienes operan con esta institución o pueden quedar afectados por esta actividad desarrollada por terceros.²²⁷

No obstante, la búsqueda de jurisprudencia produce un conjunto de sentencias de Audiencias Provinciales que son traspuestas parcialmente y comentadas a continuación, por servir para aclarar determinados conceptos, o al menos traslucen el estado de la cuestión sobre algunos aspectos de la venta en corto.

Antes de comenzar este análisis sobre las sentencias debemos advertir que la única razón por la que no se incluyen sentencias procedentes de los órganos de la jurisdicción contencioso-administrativa es porque no se han encontrado pronunciamientos de esta jurisdicción sobre la venta en corto.

1.2. Pronunciamientos relevantes

1.2.1. Sobre el préstamo de acciones

La Audiencia Provincial de Madrid (sec. 12ª), en sentencia de 30-6-2011, nº506/2011, rec.3/2009²²⁸, estimó demanda de nulidad de un laudo, dictado en arbitraje de equidad, en el que fueron parte el demandante de nulidad, una sociedad de valores, y como demandado el Banco de Santander. La Audiencia Provincial se refiere al contenido de los derechos a la práctica de la prueba y al árbitro imparcial, y resuelve declarar la nulidad del laudo por estar acreditada la dudosa imparcialidad del árbitro.

²²⁷ Esta ausencia de resoluciones judiciales no es por falta de contenciosos derivados de los mercados, sino más bien por los problemas de acudir a tribunales ordinarios en estas materias donde la rapidez y la especialización son la clave. Aunque las distancias entre el sistema administrativo y judicial español y francés es grande y las soluciones son de difícil extrapolación entre uno y otro, conviene destacar que en Francia se ha planteado como solución a que un mismo hecho derivado del mercado pueda dar lugar a tres procedimientos (contencioso-administrativo, penal y civil), que la denominada Comisión de sanciones de la Autoridad de Mercados Financieros (AMF) —que actualmente no es un tribunal sino un órgano de una autoridad administrativa independiente pero que presenta todas las trazas propias de una jurisdicción (creación y competencias por ley, miembros independientes, procedimiento de corte jurisdiccional etc)— se convierta en un tribunal que se encargue de todos los contenciosos de los mercados financieros, constituyendo una jurisdicción única que abarque las actuales cuestiones contenciosas administrativas, civiles y penales derivadas de los mercados financieros.

LE FUR, A., SCHMIDT, D. (2014): “Il faut un tribunal des marchés financiers”. *Recueil Dalloz.*- n.9. P.551-559

²²⁸ El Derecho: EDJ 2011/218937

La sentencia considera vulnerado el derecho a la práctica de la prueba porque no se practicaron las solicitadas, que además eran relevantes para haber podido motivar el laudo en un sentido diferente al dictado.

Este motivo de nulidad se basó en que se denegó la práctica de una prueba que consistía en solicitar de la entidad bancaria demandada las operaciones que había realizado en torno a las acciones de Inmobiliaria Colonial. La demandante de nulidad consideró que se le había privado de su derecho a la prueba, porque había solicitado que la entidad bancaria demandada aportara su posición en acciones al contado de Inmobiliaria Colonial. Esta prueba fue admitida por el Tribunal Arbitral y, sin embargo, la entidad bancaria se limitó a aportar un listado en el que, en una nota a pie de página, reconocía que no se incluían las acciones tomadas en préstamo por Banco Santander y sí las cedidas en préstamo por dicha entidad. La demandante de nulidad requirió al Tribunal Arbitral para que se diese cumplimiento a la prueba acordada, solicitud que le fue denegada, por haber concluido ya el período de prueba.

En la sentencia de la Audiencia Provincial se razona que, pese a la solicitud por parte de la demandante al objeto de que se requiriese a la entidad contraria para que cumplimentase en su integridad el requerimiento de que había sido objeto, no constaba que se hubiera efectuado actuación alguna al respecto, salvo la resolución que no daba lugar a la solicitud por haber concluido el período de prueba. La parte demandada, por su parte, oponía que había dado cumplimiento íntegro al requerimiento del que fue objeto. No obstante, en la contestación al requerimiento efectuado, se indica que no se incluyen las acciones tomadas a préstamo por Banco Santander, por considerar que el préstamo de acciones no modifica la titularidad de las mismas.

Para determinar la procedencia de la práctica de aquella prueba, y la consiguiente vulneración del derecho a la prueba de la entidad demandante de nulidad, la Audiencia Provincial de Madrid realiza una serie de razonamientos que sirven para precisar el contenido de algunos de los elementos que integran el préstamo de acciones.

1.2.1.1. Titularidad de las acciones prestadas

*“El artículo 312, párrafo segundo, del Código de Comercio establece que "en los préstamos de títulos o valores, pagará el deudor devolviendo otros tantos de la misma clase e idénticas condiciones, o sus equivalentes si aquellos se hubiesen extinguido, salvo pacto en contrario", por lo cual, salvo que las operaciones de préstamo hubiesen pactado la necesidad de conservar las propias acciones prestadas, u otra modalidad de préstamo que implicase la indisponibilidad de las mismas por parte del prestatario, lo cual no se indica en la contestación al requerimiento, **debe entenderse que Banco Santander tenía la plena disponibilidad con respecto a las acciones que había recibido en préstamo**, por lo que debían incluirse dentro de la relación de títulos recogida en la contestación al requerimiento, ya que, aparte de que **al no constar pacto en contra debe entenderse que la titularidad de la acción se transmite al prestamista,**²²⁹ **no obstante, con independencia de la titularidad,** era un dato trascendente a efecto de conocer la posición de Banco Santander con respecto a las acciones de la inmobiliaria, cuestión sobre las que se incidirá posteriormente al analizar la trascendencia de la prueba no cumplimentada. En todo caso, una cuestión es que la parte considere que dicho extremo no debe ser cumplimentado, y otra cuestión diferente es que, puesto de manifiesto por la parte contraria la necesidad de aportar dicho dato no se obtenga respuesta a tal solicitud, salvo la indicación, ante la última de las solicitudes, de que el período de prueba ya había concluido.”*

1.2.1.2. Intereses contrapuestos de prestamista y prestatario de acciones

“DECIMOCTAVO.- En cuanto a la relevancia de la prueba, es preciso que la prueba no practicada sea relevante, es decir, que exista una correlación entre el hecho que se pretende demostrar y la prueba que no se practicó, y que tales hechos sean de tal índole que, de haberse practicado, quepa considerar que el resultado del proceso podría ser diferente (STC 16 de abril de 2007 y 4 de octubre de 2004, entre otras).

A este respecto, se desprende de lo actuado que la hoy demandante planteó en el arbitraje, entre otras cuestiones, que la conducta de la hoy demandada propició la caída del precio de las acciones de Inmobiliaria Colonial mediante la venta de acciones

²²⁹ Es un error, debe entenderse que es “prestatario”.

de ésta, provocando con ello una liquidación superior frente a la hoy actora. Así resulta del propio acta de misión (folio 244 de las actuaciones arbitrales) y de la contestación a la demanda de arbitraje, tal y como ya se expuso.

En concreto, en lo que se refiere a la contestación a la demanda de arbitraje, la hoy demandada argumentaba que el préstamo de acciones favorecía las tendencias especuladoras a la baja, dado que los prestatarios proceden a la venta de sus acciones, provocando la caída del título y, aprovechando la tendencia bajista, vuelven a comprarlos para cumplir con su obligación de restituirlos al prestamista (documento 2, página 55). Por su parte el Sr. Carlos Alberto, en su informe pericial emitido, obviamente, sin conocer el dato relativo a las acciones tomadas a préstamo, alude igualmente a la influencia del préstamo de acciones en el valor de las mismas, manifestando en similares términos a los que se contienen en la contestación a la demanda arbitral, la incidencia que el préstamo de acciones puede tener en la cotización a la baja de los títulos (documento 35, páginas 9 a 11), y si bien el mismo señala que el simple hecho del préstamo de acciones, y pese a la insuficiencia de la prueba aportada por Banco Santander (documento 35, página 10) suponía un incumplimiento de sus obligaciones por parte de Banco Santander, con independencia del volumen del préstamo, pero obviamente, conocer el volumen al que habían ascendido dichos préstamos es una cuestión trascendente, toda vez que dependiendo de la magnitud de éstos, se podrá determinar con precisión la influencia que ello haya podido tener en el precio de cotización de la acción de Inmobiliaria Colonial, y de hecho el propio perito señala que realiza tales afirmaciones a pesar de la insuficiencia de la información facilitada este respecto por Banco Santander.

*Tales consideraciones con respecto a la influencia que puede tener el préstamo de acciones en la cotización de las acciones resulta, a juicio de esta Sala, verosímil. Como anteriormente se indicaba, el préstamo de acciones implica que el prestatario debe restituir al prestamista, no la misma acción recibida, sino otras tantas de la misma especie (artículo 312, párrafo Segundo, del Código de Comercio). Por tanto, el prestamista, salvo pacto en contra, tiene plena disponibilidad con respecto a las acciones prestadas, pudiendo enajenarlas, ya que ha de devolver acciones equivalentes, pero no las mismas acciones que recibe. **Si el prestatario debe devolver el mismo número y clase de acciones que recibe, resulta claro que su interés radica en***

desprenderse de las acciones a un precio superior al precio que tenga que abonar para adquirir las acciones que restituye al prestamista. Por tanto, el interés final del prestatario es que, una vez enajenadas las acciones prestadas, éstas bajen de precio, con el fin de poder adquirir a menor coste las acciones que debe restituir al prestamista. Por otro lado, si el prestatario tiene a su disposición un número significativo de acciones, puede además lograr, o cuando menos propiciar o influir, en el descenso del precio de la cotización mediante la venta de las acciones prestadas. Otra consideración a tener en cuenta es que el préstamo permite obtener al prestatario disponibilidad sobre acciones obviamente a un precio inferior al de la compra de esos títulos, ya que el prestamista deberá percibir otro tanto equivalente al de las acciones que prestó, por lo que la contraprestación por el préstamo, en buena lógica (artículo 386 LEC), ha de ser inferior al precio de venta definitiva de las acciones, de tal manera que el préstamo supone una forma adecuada para obtener, con menor coste que mediante la compra, acciones con las que poder operar influyendo en el precio de su cotización, por lo que igualmente, un volumen significativo de acciones recibidas en préstamo podría ser indicativo de una actuación tendente a lograr disponibilidad sobre acciones con bajo coste, a fin de poder influir en la cotización a la baja mediante su venta. Por tanto, el dato relativo a las acciones que Banco Santander había recibido en préstamo es relevante, en el sentido de que, de haber sido sometido a la consideración del Tribunal Arbitral, podría haber motivado un resultado diferente.

Por lo indicado, existe base suficiente, a juicio de esta Sala, para entender que la prueba analizada era relevante, en el sentido de que de a través de ella se hubiesen concretado determinados hechos que hubieran podido motivar un laudo de sentido distinto al que se dictó, por lo cual es procedente acoger el recurso en este aspecto. Cabe señalar en este sentido, que el laudo recurrido indica que, en principio, existía la obligación de Banco Santander de no alterar el precio de las acciones, si bien contrarresta tal consideración sobre la doble base de que la hoy demandante ya había incurrido en incumplimiento, por lo que entendía admisible cualquier actuación defensiva que el ordenamiento permitiese, y por otro lado, porque entendió que no existían malas prácticas por parte de Banco Santander (documento 25, páginas 143, 144 y 145), de tal manera que, para determinar si existían malas prácticas, y si, por otro lado, la reacción de Banco Santander era o no acorde al ordenamiento, el dato

omitido con respecto al préstamo de acciones, por todo lo ya indicado, podía ser relevante en el sentido de incidir en el resultado del litigio.

Obviamente, con lo indicado no se pretende señalar que, efectivamente, la práctica de la prueba en debida forma haya de llevar necesariamente a otro resultado, sino simplemente que se trata de un dato relevante que puede y debe ser sometido a la consideración del Tribunal Arbitral, al objeto de que resuelva tomando en consideración una prueba declarada pertinente y que puede tener incidencia en el resultado del litigio.”

1.2.2. Sanciones a las ventas en corto descubiertas en la quiebra de Lehman Brothers

En las dos siguientes sentencias, también de la Audiencia Provincial de Madrid, se confirma la legalidad de las penalizaciones impuestas por Iberclear a dos sociedades de valores por retraso en las compensaciones y liquidaciones de las operaciones bursátiles que deben practicar las entidades adheridas al sistema de compensación y liquidación.

Iberclear multó a estas sociedades por no liquidar las operaciones de venta realizadas los días 11 y 12 de septiembre de 2008, en ejecución de las órdenes de su cliente Lehman Brothers, el día 15 de septiembre, fecha en que debía efectuarse la liquidación y compensación de dichas operaciones, al negarse a ello la sociedad depositaria de dichos valores por la situación de quiebra de Lehman Brothers.

1.2.2.1. Naturaleza y legalidad de la cláusula penal de la norma 24 de la Circular 6/2007

La Audiencia Provincial de Madrid, (sec. 13ª) en la sentencia de 29-9-2011, nº470/2011²³⁰, desestima el recurso de apelación que interpuso la sociedad de valores actora, y confirma la sentencia de instancia en la que declaró la validez de una cláusula penal establecida en el contrato de gestión de instrumentos financieros suscrito entre los litigantes. Considera que dicha cláusula no era bilateral o sinalagmática, creada y

²³⁰ El Derecho: EDJ 2011/293838

negociada por los contratantes, por tratarse de una adhesión imperativa debido a la fuerte intervención estatal en este tipo de mercado. La finalidad tuitiva de la seguridad en las compensaciones y liquidaciones que se persigue con el establecimiento de la cláusula en cuestión, sin embargo, no está reñida con el carácter privado del contrato firmado entre las partes litigantes.

Todo ello, resolviendo sobre un supuesto que en ambas instancias judiciales se define como una venta en corto descubierta.

Esta sentencia aclara la naturaleza y validez de las cláusulas penales que impone Iberclear en los contratos con las entidades adheridas al sistema de compensación y liquidación; el carácter objetivo de la responsabilidad en que incurren estas entidades; afirma que existe un concepto legal de venta en descubierto; y excluye la incidencia de la fuerza mayor en el nacimiento de la responsabilidad de las entidades adheridas, por entender que la quiebra de un banco no es un suceso imprevisible ni inevitable.

“la apelante, tras exponer en los antecedentes de su recurso, las características y naturaleza jurídica de todas las entidades intervinientes en las operaciones que motivaron la imposición por la demandada de una penalización por importe de 602.519,85 euros con motivo de las operaciones que realizó en Bolsa los días 11, 12 y 15 de septiembre de 2.008 por cuenta de Lehman Brothers, en el primero de los motivos de su recurso, sucintamente alega: que la cláusula penal contenida en el art. 24 de la Circular 6/07, contrariamente a lo que afirma la Juzgadora de instancia, es de carácter convencional porque esta enmarcada en el contrato de adhesión al servicio de compensaciones y liquidación de valores que suscribieron las partes litigantes; porque el hecho de que dicha cláusula fuera aceptada por la actora, en nada empece su carácter convencional; porque el contrato de adhesión es en todo caso bilateral y sinalagmático; porque aunque estamos en presencia de un contrato de los llamados “impuestos” por estar sometido a una fuerte actividad normativa e intervención estatal, no se puede prescindir del hecho de que se trata de una relación contractual privada al estar suscrito por dos entidades mercantiles sujetas al derecho privado; y porque aunque la normativa legal autoriza a Iberclear a establecer un régimen de penalizaciones, no es la ley la que las impone, sino la demandada.

Esta Sala comparte plenamente los razonamientos y conclusiones de la Juzgadora de instancia en torno al carácter legal y no convencional de la penalización recogida en la Norma 24 de la Circular 6/07 de Iberclear. Tal y como opone la apelada, su origen y naturaleza son claramente legales. La circunstancia de que el contrato suscrito entre ambas partes (Interdin e Iberclear) sea un contrato entre dos entidades mercantiles sujetas al derecho privado, no es óbice para que, teniendo en cuenta que la demandada es una entidad privada, pero de carácter marcadamente legal (por cuanto fue constituida por mandato de los arts. 7 y 44 bis de la Ley del Mercado de Valores para gestionar la liquidación y en su caso la compensación de valores como sociedad anónima con un solo socio), pueda en el ámbito de sus especiales competencias adoptar decisiones en orden a asegurar el buen funcionamiento de las operaciones que legalmente le están encomendadas por la citada Ley y por el Decreto 116/92 de 14 de febrero, decisiones que conforme al Reglamento aprobado por Orden del Mº de Economía y Hacienda adoptan el nombre de Circulares entre las que se encuentra la citada cuya Norma 24, que como decíamos, establece un sistema de penalizaciones acorde con el mandato, que no facultad, que el art. 59.5 del Real Decreto citado le impone para los casos de retraso en las compensaciones y liquidaciones de las operaciones bursátiles que deben practicar las entidades como la actora adheridas al sistema de compensación y liquidación que gestiona la demandada. El hecho de que dicha cláusula venga impuesta por la demandada en un contrato de adhesión no impide que la misma deba ser considerada como una cláusula legal, porque como dice la S.T.S. de 5 de diciembre de 2.002" En relación a los contratos de adhesión, la doctrina se pronuncia en el sentido de que la producción de bienes y servicios en masa y la homologación de conductas de usuarios y consumidores....ha propiciado y extendido, con carácter general, la contratación sujeta a contenidos del contrato tipificados que limitan la voluntad del contratante a la mera aceptación o simple adhesión al contrato que se ofrece por la parte llamada, por ello, predisponente. La libertad en este caso del contratante precisado de aquellos bienes o servicios se deduce a la prestación del consentimiento careciendo, por regla general, (aunque no siempre ocurre así), de posibilidades reales de negociación del contenido de las condiciones del contrato. Surgen de este modo, las "condiciones generales", es decir, las impuestas por una de las partes contratantes a la otra, redactadas con carácter general, para todos los contratos de una misma clase, y que, en principio,

tienden a favorecer a la parte que las impone. Estas nuevas realidades sociales que son hoy lugar común en el tráfico jurídico dejan, a veces, mal parada la libertad de contratación por lo que el derecho ha establecido mecanismos compensatorios, ora sea mediante la declaración de las cláusulas oscuras que perjudiquen a la que se denomina "parte débil" del contrato, ora sea mediante sistemas de declaración de nulidad por abusivas de las condiciones generales. Estas materias, sin embargo, aunque pertenecen al derecho privado, no obstante las normas interventoras que las regulan, están regidas por leyes especiales. (Ley para la Defensa de los Consumidores y Usuarios, Ley de Condiciones Jurídicas de la Contratación, Legislación de Comercio y Directivas de la Unión Europea aplicables)". Es evidente que las entidades que pretenden adherirse al sistema que gestiona Iberclear han de hacerlo a través de un contrato de adhesión, de la misma forma que sucede con los contratos de suministro o los de seguro, pero de manera semejante a como sucede en estos últimos con la cláusula penalizadora que establece el art. 20 de la L.C.S. cuando concurren las circunstancias que dicho precepto prevé, la controvertida cláusula penalizadora del contrato de autos viene legalmente impuesta y por tanto debe ser considerada como una cláusula legal. Como acertadamente expone la Juzgadora de instancia no cabe entender dicha cláusula como bilateral o sinalagmática creada y negociada por los contratantes, porque estamos en el ámbito de una adhesión imperativa dada la fuerte intervención estatal en este tipo de mercado. La finalidad tuitiva de la seguridad en las compensaciones y liquidaciones que se persigue con el establecimiento de la misma no está reñida con el carácter privado del contrato firmado entre las partes litigantes. Finalmente no puede compartirse el argumento de que si las referidas penalizaciones son de carácter legal no podrían ser objeto de revisión por la jurisdicción ordinaria porque ninguna norma legal lo impide. Todo ello conduce al rechazo del motivo."

1.2.2.2. Aplicación de la cláusula penal incluso en caso de actuación diligente

"CUARTO.- En el segundo de los motivos de su recurso, también resumidamente, Interdin insiste en que la actuación que desarrolló en Bolsa el día 15 de septiembre consistente en la compra con fondos propios de los mismos valores que había vendido los días 11 y 12 de septiembre por cuenta de Lehman Brothers (y que esta no iba a entregar tras declararse en quiebra tres días después), así como la venta de los valores

que había comprado con la finalidad de abonar su importe fue diligente, pues la referida quiebra declarada el mismo día de la liquidación (15 de septiembre) fue un hecho excepcional tal y como se desprende no solo de las testificales practicadas sino del mismo interrogatorio del representante legal de la demandada que así calificaron el suceso.

Tampoco puede estimarse este motivo. La normativa legal antes citada exige que se entreguen al comprador los valores vendidos (actualmente mediante las llamadas "referencias de registro"), y al vendedor el dinero obtenido por la venta de valores, y esa entrega o consumación de los contratos ha de hacerse en los tres días siguientes a aquel en el que se compraron o vendieron estos. Tales obligaciones corresponden a las entidades que como Interdin participan en el proceso de gestión de la compensación y liquidación que las precitadas normas encomiendan a Iberclear, con independencia de cual sea la persona o entidad en cuyo nombre actúen. Si la entidad designada para la liquidación de tales operaciones no lo hace, son las sociedades de valores como intermediarios financieros, las llamadas sociedades adheridas, como es el caso de Interdin, como ejecutoras de las operaciones que les son encomendadas, las obligadas a hacerlo en los tres días siguientes a la operación de contratación es decir de la compra o venta de los valores, plazo indiscutido por ambas partes. Así se desprende de art. 63 del citado Real Decreto 116/92 cuando dice que "se entenderá que la obligación de liquidar solo corresponde a las Entidades adheridas distintas de los miembros de las Bolsas que hayan participado o mediado en las correspondientes operaciones cuando las ordenes hayan sido cursadas a través de ellas o cuando hayan aceptado frente a un miembro la responsabilidad de la entrega".

En el presente caso la actora no procedió a entregar los valores (referencias de registro) que había vendido por cuenta de Lehman Brothers los días 11 y 12 de septiembre en los tres días siguientes, porque el día 15 de septiembre el banco americano quebró, dando orden de que dejaran de liquidarse las operaciones financieras contratadas por su cuenta, negándose igualmente a hacerlo la entidad Paribas designada por L.B. para ello. Dice la apelante, que ante el hecho excepcional de la quiebra de L.B., y con la finalidad de cubrir las operaciones de venta dadas por este Banco, procedió a comprar con fondos propios, el día de la liquidación (15 de septiembre de 2.008) los mismos valores que L.B. le había encomendado vender y no

podía entregar, por lo que su actuación fue diligente y por ello debió acogerse esta petición declarativa. Pero como también opone la apelada, del documento num. 4 acompañado con la contestación a la demanda se desprende, que algunas de las compras efectuadas por Interdin para cubrir las operaciones de L.B., que la apelante dijo haber efectuado el día 15 con esa finalidad, se realizaron el día 12 de septiembre, operaciones de compra y venta que le reportaron un sustancioso beneficio de 377.593 euros, y silencia además que tales operaciones se ejecutaron para liquidar, como era su obligación legal, las efectuadas los días 11 y 12 de septiembre. Por ello no cabe invocar una supuesta actuación diligente, porque la normativa legal imponía a Interdin la liquidación de las operaciones bursátiles efectuadas los días 11 y 12 el día 15, y por ello no cabía la posibilidad de optar por no liquidarlas, como la apelante apunta. La actuación diligente de la apelante ante las noticias sobre la dudosa solvencia de L. B., que se habían publicado en días anteriores por la agencia Reuters, recogidas en el documento num. 6 que la actora hoy apelante acompañó con su propia demanda, hubiera sido la de no aceptar el encargo de L.B. ante la duda previsible de que dicha entidad no hiciera frente a sus compromisos. En todo caso, y como también opone la apelada, no correspondía a Iberclear valorar la supuesta actuación diligente de Interdin para liberarla de las penalizaciones establecidas en la Norma 24 de la Circular 6/07, porque dichas penalizaciones eran consecuencia obligada del hecho objetivo del retraso en la liquidación previsto por la referida Norma, es decir de aplicación automática sin contemplación de ninguna situación subjetiva o circunstancia excepcional que solo los Tribunales podrían valorar.”

1.2.2.3. Existe un concepto “legal” de venta en descubierto

“QUINTO.- También sucintamente, en el tercero de los motivos, muestra su disconformidad con la calificación de "ventas en descubierto" que la sentencia recurrida atribuye a las realizadas por orden de L. B los días 11 y 12 de septiembre, porque no existe un concepto legal claro de que debe entenderse por "ventas en descubierto"; y porque este tipo de ventas va ligado a la intencionalidad y a la especulación, y la apelante no realizó ninguna operación con el fin de especular, sino solo para no alterar el mercado cubriendo las posiciones de LB.

Realmente, después de lo anteriormente expuesto el motivo resulta intrascendente. Si se parte de la premisa de que la demandada aplicó automáticamente la normativa penalizadora ante la objetiva situación de retraso en la liquidación de las operaciones efectuadas los días 11 y 12 de septiembre por Interdin, actuando en nombre de L.B., que la Juzgadora de instancia califique de "ventas en descubierto" las operaciones realizadas en dichos días, carece de relevancia y trascendencia, y más cuando lo hace solo en una sola ocasión, al final del penúltimo de los fundamentos jurídicos de su sentencia, e incidentalmente para justificar las penalizaciones impuestas por Iberclear. En todo caso no es verdad que el concepto de "venta en descubierto" no se halle definido unívocamente ni tipificado en nuestro ordenamiento. Al margen de que la misma apelante en su demanda lo conceptuara como las "ventas de valores en las que el vendedor no tiene el título objeto de la venta" y en contradicción con sus propios argumentos dijera que las operaciones realizadas los días 11 y 12 de septiembre de 2.008 no podían ser calificadas con ventas en descubierto porque no fueron hechas con una intencionalidad especulativa, con lo que viene a reconocer que dichas ventas existen, los términos de la repetida Norma 24 en su num. 3 son claros al definir tales operaciones como "las ventas que se realicen en descubierto, justificándose con referencias de registro procedentes de compras..... realizadas con posterioridad a la fecha de contratación de la venta". Este fue precisamente el supuesto en el que incurrió la apelante al justificar o liquidar los títulos vendidos con otros comprados con posterioridad a la fecha de contratación de la venta como ella misma reconoce."

1.2.2.4. Incidencia de la fuerza mayor

"SEXTO.- En el cuarto y último de los motivos, que asimismo se recoge de manera resumida, la apelante partiendo de las premisas de que no estamos ante una operación de venta en descubierto, y que la cláusula penal tiene naturaleza contractual, mantiene que la quiebra de L.B. fue un caso de fuerza mayor y por tanto exoneradora de la responsabilidad que la demandada le impuso, al aplicarle indebidamente las cláusulas penales establecidas en la Norma 24 de la Circular 6/07 conforme a la cual, la fecha de adquisición de los títulos a entregar en el momento de la liquidación, debía ser anterior a la de la compraventa que se estaba liquidando. Añade, que contrariamente a lo que

*razona la Juzgadora de instancia, la quiebra de L.B. era un hecho imprevisible y que de la misma no tuvo conocimiento Interdin hasta el mismo día 15 de septiembre en que L.B la declaró comunicando que no haría entrega de los títulos cuya venta había ordenado los días 11 y 12 de septiembre. Que era un hecho imprevisible lo deduce de la declaración del mismo representante legal de Iberclear cuando afirmó que antes del 15 de septiembre no varió el sistema de garantías de las sociedades adheridas a Bolsa como Interdin, de lo que extrae la consecuencia que tampoco Iberclear previó la referida quiebra, y lo deduce también de las testificales de Paribas (sociedad liquidadora de L.B.) y Ahorro Corporación. Continúa diciendo que **el concepto de previsibilidad debe relacionarse con el de la diligencia e inevitabilidad** que deben exigirse y concurren según las circunstancias en cada caso concreto, tal y como previene el art. 1.104 del C.C. y la jurisprudencia del T.S., de tal forma que si Interdin no pudo liquidar el día 15 las operaciones realizadas los días 11 y 12, fue debido a un hecho imprevisible e inevitable y por ello lo procedente hubiera sido exonerarle de la aplicación de la cláusula penal. **Concluye diciendo que si la finalidad de las cláusulas penales es resarcir el perjuicio, no podían aplicarse de manera automática las referidas cláusulas, porque la apelada no ha sufrido ningún perjuicio patrimonial por el retraso en la liquidación de la operaciones de bolsa de los días 11 y 12 de septiembre.***

*También este último motivo está llamado a decaer. En primer lugar porque esta Sala no puede partir de las premisas que la apelante sienta como indiscutibles. En segundo lugar porque al igual que la Juzgadora de instancia, este Tribunal entiende que **la quiebra de Lehman Brothers no puede ser calificada como un suceso de fuerza mayor exonerativo de responsabilidad, en este caso de la aplicación de las cláusulas penalizadoras.***

*El art. 1.105 del Código Civil dispone que "fuera de los casos expresamente mencionados en la ley, y de los que así lo declare la obligación, nadie responderá de aquellos sucesos que no hubieren podido preverse, o que previstos fueren inevitables". **Pero en el presente caso no estamos claramente ante un supuesto imprevisible pues resulta normal y razonable prever que un banco, por muy seguro que aparezca, pueda como cualquier negocio quebrar.** La jurisprudencia del T.S. ha exigido reiteradamente que se acredite la imprevisibilidad del evento dañoso y en el presente caso el hecho de*

*que la demandada no variara las garantías para las operaciones bursátiles de L.B. o la circunstancia de que tanto el legal representante de la demandada o las testificales obrantes calificaran la quiebra de este banco como un hecho excepcional, no son prueba de la referida imprevisibilidad porque como opone la apelada las garantías que Iberclear exige se refieren sola y exclusivamente a los saldos de valores y d efectivo que las entidades adheridas deben entregar al sistema general de compensación, de forma que las fianzas exigidas o son solo para garantizar las posiciones pendientes de liquidación por lo que Iberclear no tenia porque modificar antes del 15 de septiembre las garantías que exigía a Interdin porque no se había producido modificación alguna en las posiciones y riesgos que esta entidad tenía contraídos con el sistema de compensación. **En situaciones de crisis económica mundial como la que se viene atravesando desde antes del 2.008 no cabe sostener que la quiebra de un banco por más que se tratara del segundo o tercer banco mundial no es previsible, cuando los hechos han venido demostrando que han sido muchos los que han quebrado a pesar de su aparente solidez. Tampoco concurre en el presente caso la exigencia de la inevitabilidad aún en el supuesto de que la repetida quiebra de L.B. fuera un hecho o suceso imprevisible porque la inevitabilidad ha de referirse solamente a la imposibilidad de ejecutar el encargo de compraventa de valores que le había sido encomendado a la apelante, encargo que como antes adelantamos pudo Interdin abstenerse de ejecutar ante las noticias publicadas por la Agencia Reuters. Es claro que Interdin no puede invocar la ausencia de culpa necesaria para exonerarse de responsabilidad, en este caso de la imposición de las penalizaciones por retraso en la entrega de los títulos vendidos, porque el hecho supuestamente exculpatario tuvo lugar dentro del circulo o ámbito controlado por dicha entidad como era la ejecución o no de las operaciones que le habían sido encomendadas por L.B.***

1.2.2.5. Aprecia venta en descubierto

En la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (sec. 8ª), de 26-3-2012, nº193/2012²³¹, la demandante también era una sociedad de valores a la que Iberclear multó por no liquidar las operaciones de venta realizadas los días 11 y 12 de septiembre de 2008 en ejecución de las órdenes de su cliente, Lehman Brothers, con títulos

²³¹ El Derecho: EDJ 2012/79657

adquiridos con anterioridad, por negarse a su entrega el día 15 de septiembre, fecha en que debía efectuarse la liquidación y compensación de dichas operaciones, la sociedad depositaria de dichos valores, BNP Paribas, dada la situación de quiebra de Lehman Brothers.

La demandante alegaba que, en primer término, no concurría el supuesto previsto en la Norma 24 de la Circular 6/2.007 aplicada; que en este caso existía fuerza mayor, al no poderse prever la quiebra de Lehman Brothers; y que en el supuesto de que se considerase el incumplimiento, al tratarse de una cláusula penal, debía aplicarse la facultad de moderación.

Con estos motivos de recurso, de la sentencia de la Audiencia Provincial que los desestima, destacan los siguientes aspectos; considera en este caso que sí se produjo una venta en descubierto; la quiebra del cliente no es una supuesto de fuerza mayor que excluya la responsabilidad de la sociedad de valores que debía ejecutar las órdenes; y la naturaleza no convencional sino reglamentaria de la sanción impuesta.

La sentencia de instancia había desestimado en su integridad la demanda interpuesta al considerar que se había producido una venta en descubierto, que se constata por la justificación del título vendido con referencias de registro procedentes de compras realizadas con posterioridad, pues el día en que tenía que realizarse la liquidación BNP PARIBAS no tenía en su poder los títulos que se habían vendido los días 11 y 12, ni en el momento de su venta, no siendo suficiente la manifestación genérica de la anterior, en el sentido de que Lehman Brothers no operaba en descubierto, concurriendo el supuesto de la norma sancionadora. El Juzgado rechaza la existencia de causa de fuerza mayor, así como la facultad moderadora invocada.

La Audiencia Provincial, por su parte, trata el concepto de venta en descubierto en dos fundamentos (FJ 2 y 3) en los que rechaza dos alegaciones distintas:

“SEGUNDO.- Motivo primero del recurso.- Infracción del artículo 217 LEC.

Se invoca inaplicación de la sentencia del principio de facilidad probatoria y error en la valoración de la prueba que centra en el hecho de que LB tenía en su poder los títulos, según se ha reseñado anteriormente; sin embargo no pueden aceptarse las alegaciones al respecto, por las siguientes razones:

La propia Norma 24, apartado 12º, aplicada, prevé un determinado y concreto procedimiento, por el que la sancionada queda exenta de la sanción, devolviéndose su importe, cuando la entidad participante afectada sustituya la referencia de registro que inicialmente aportó por otra de fecha previa a la venta en cuestión o demuestre que tenía un título válido sobre los valores que vendió, con carácter previo a tal venta. Pues bien, en momento alguno la sancionada ejercitó esta facultad que le hubiera exonerado de la penalidad, aportando la documentación correspondiente. En consecuencia, se produjo preclusión del plazo de diez días a que se refiere el precepto con los efectos inherentes que ese régimen jurídico establece, que prevé incluso la cancelación de la solicitud de la liquidación, y por tanto, la sanción impuesta.

Pero, a mayor abundamiento y respecto a la carga de la prueba, debe matizarse que correspondía a la actora haber acreditado este hecho constitutivo de su pretensión que justificaría la no imposición y revocación de la sanción impuesta, de acuerdo con el citado precepto; y sobre la facilidad probatoria, debe hacerse la misma consideración, por dos motivos: la evidente relación con LB por ser su cliente, de donde derivaría la suma facilidad de haber obtenido la documentación necesaria; y en segundo término, porque como ya dijo esta Sala en el Auto denegatorio de prueba de fecha 21 de junio de 2.011, cuando por la actora ahora apelante se solicitó la remisión de oficio a la LB para acreditación entre otros, de este extremo, por el Juzgado de instancia se instó a la parte para que a la finalización de la vista, presentara escrito interesándola como diligencia final, sin que se hubiera solicitado dicha prueba documental.

El motivo se desestima.”

“TERCERO.- Motivo segundo.- Incorrecta aplicación de la Norma 24 de la Circular 6/2.007.

Se alega no ser aplicable a las ventas de valores que se apliquen intradía, sin atender al principio de interpretación finalista, como se dijo anteriormente. Tampoco pueden aceptarse las alegaciones en tal sentido.

La citada Norma 24 de la Circular num. 6/2.007 de 30 de noviembre, dictada por dicha entidad de gestión de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores, al amparo de la Ley 24/1.998, de 28 de julio de Mercado de Valores, según redacción dada por la Ley 44/2.002, de 22 de noviembre sobre Medidas de Reforma del Sistema

Financiero, y Reglamento aprobado por Orden ECO 689/2003, de 27 de marzo, establece en cuanto a penalizaciones:

Apartado 3. Con carácter general, las ventas que se realicen en descubierto en el mercado, justificándose con referencias de registro procedentes de compras, cambios de titularidad, préstamos o exclusiones de la cuenta o depósito que soporta la emisión en otro país de activos o instrumentos financieros, realizadas con posterioridad a la fecha de contratación de la venta, serán penalizadas con un 1 por mil sobre el efectivo de la venta por cada día hábil que medie entre las fechas de contratación de la venta y la de la RR con que se justifique, salvo que la adquisición de los valores se realice mediante préstamo o cambio de titularidad distinto de compraventa, en cuyo caso la penalización no se aplicará cuando dicha adquisición permita que la venta sea liquidada en su fecha teórica de liquidación. Asimismo, a las ventas en descubierto que se justifiquen con Referencias de Registro cuyo origen sea la exclusión de la cuenta o depósito que soporta la emisión en otro país de activos o instrumentos financieros no se les aplicará la penalización indicada durante los cinco días hábiles que medien entre la fecha de la venta y la de la transferencia de los valores. (...).

Apartado 5. Las venías que se realicen en descubierto en el mercado, justificándose con referencias de registro procedentes de compras realizadas con posterioridad a menor precio, serán penalizadas adicionalmente con la diferencia de cambio que se hubiera producido entre la venta y la compra. Sin perjuicio de lo anterior cuando entre el momento de la venta en descubierto y el de la compra posterior se hubiese producido un pago de cupón u otra operación financiera que suponga una disminución en el precio teórico del valor, el importe de dicha operación se tendrá en cuenta a la hora de calcular la diferencia de cambio.

Apartado 6. La penalización por venta en descubierto contemplada en el apartado 3 de la presente Norma (o, en su caso, la penalización por recompra en caso de que resultase superior), así como la diferencia de precios que pudiese surgir como consecuencia de la aplicación de lo establecido en el apartado anterior, serán repercutidas a la entidad participante en la misma fecha en que se abone el importe de la venta." (...)

Apartado 12. IBERCLEAR podrá devolver la penalización aplicada por venta en descubierto así como la posible diferencia en cambio, que se establecen en los apartados 3 y 5 de la presente Norma, siempre que, dentro de los diez días hábiles siguientes a la fecha de liquidación de la venta penalizada la entidad participante solicite la sustitución de la referencia de registro utilizada en la justificación por otra que no produzca penalización y se acredite documentalmente que pertenece al mismo titular o demuestre documental y suficientemente a juicio de IBERCLEAR la existencia de título verdadero, válido y bastante que pudiese fundamentar la adquisición de la propiedad de los valores a favor del mismo titular con carácter previo a la fecha de la venta objeto de la penalización, siendo el plazo para presentar dicha documentación de veinte días hábiles posteriores a la fecha de liquidación de la venta. Transcurrido dicho plazo sin que se haya presentado la mencionada documentación la solicitud se entenderá cancelada.

Constituyen hechos acreditados las ventas realizadas por la demandante los días 11 y 12 de septiembre de 2.008, que fueron liquidadas con títulos adquiridos con posterioridad, sin que en momento alguno se probara por la actora que dichos títulos se encontraban en poder de LB, como se ha hecho constar anteriormente; en consecuencia, no nos encontramos ante operaciones intradía, que son aquellas referidas a un mismo curso o desarrollo de la sesión bursátil diaria, entrecruzando órdenes de compra y venta indistintamente, de acuerdo con la evolución del mercado, mientras que el supuesto de aplicación sancionadora, objeto de controversia, se refiere como reiteradamente se viene sosteniendo, a la penalización de ventas que se liquiden posteriormente con valores comprados en una fecha posterior a la de la venta en cuestión; ello supone la necesaria confrontación entre las fechas de compra y venta, respectivamente; si la venta se justifica con valores comprados en esa misma sesión, no es de aplicación la norma citada; por el contrario, la disparidad de fechas, configura, en definitiva, la figura de la denominada "venta al descubierto", que fue la correctamente sancionada por la demandada, con una clara y concreta finalidad, cual es la de evitar retrasos e incumplimiento de la obligación de entrega, aportando la imprescindible seguridad jurídica y mercantil en las transmisiones de valores bursátiles; de ahí la delegación de funciones y control de la administración a favor de la entidades como la demandada, con el fundamento legal y reglamentario antes

apuntado, en orden a facilitar adecuadamente las transacciones, y, en definitiva, la adecuada operatividad del sistema financiero, en su conjunto.

El motivo se desestima.”

1.2.2.6. Fuerza mayor por quiebra de Lehman Brothers

La sentencia es terminante en el rechazado de toda operatividad de la fuerza mayor como circunstancia exonerante de responsabilidad de quien incurre en la venta en corto.

“CUARTO.- Motivo tercero.- Existencia de causa de fuerza mayor como fue la quiebra de LB.

No pueden aceptarse los argumentos al respecto; se está dilucidando la aplicación de una norma sancionadora, dentro del específico régimen jurídico antes reseñado, a partir de una determinada conducta objetiva, constituida por la denominada "venta al descubierto", que en modo alguno se altera, justifica o enerva por el hecho de que con anterioridad, durante o posteriormente a esas ventas que se liquidaron con títulos adquiridos con posterioridad, se tuviese conocimiento o no de la situación de LB; de ahí la nula incidencia de las calificaciones que pudieran otorgarle las agencias especializadas a las que se refiere la apelante - Moody's España y Standard & Poors-, o las testificales atinentes a los propios empleados de la actora o la representante legal de otra agencia mediadora como la demandante, sujeta a otro procedimiento sancionador, acta del juicio a los folios 485 y 486 y soporte audiovisual.

El motivo se desestima”.

1.2.2.7. Naturaleza reglamentaria de la sanción

Las relaciones jurídicas entre la entidad de sistemas y los adheridos son configuradas íntegramente dentro de un régimen de derecho privado que hace que incluso las sanciones impuestas pierdan todo carácter de derecho público para asimilarse a cláusulas penales de un contrato. Y sin embargo, de acuerdo con estas sentencias, estas sanciones no tienen origen convencional, sino reglamentario, habiéndose establecido no por el pacto de las partes, sino por razón de la potestad atribuida a la entidad gestora

demandada, de acuerdo con la Norma 24, de la Circular num.6/2.007, de 30 de noviembre, dictada por la entidad de gestión de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores.

“QUINTO.- Motivo cuarto y último.- Infracción del artículo 1.152 y ss., del CC.

Se funda en el hecho de no haberse moderado la pena convencional a la Norma 24 citada, según se alega, sin que puedan aceptarse los argumentos esgrimidos; dicho precepto remite al juicio de equidad del Juez para la moderación de la pena convencional, cuando la obligación principal hubiera sido en parte o irregularmente cumplida por el deudor, respondiendo a la idea de que, cuando los contratantes han previsto una pena para el caso de un incumplimiento total de la obligación, la equidad reclama una disminución de la sanción si el deudor la cumple en parte o deficientemente, ya que, en tal caso, se considera alterada la hipótesis prevista (Sentencia del Tribunal Supremo, de 1 de octubre de 2010, citando las de 1 de junio de 2009, 29 de marzo y 21 de junio de 2.004, entre otras).

*En consecuencia, no es de aplicación la moderación de la sanción interesada, cuya cuantía no se discute, en relación con la posible inobservancia de las previsiones de la Circular mencionada, **pues no tiene origen convencional, sino reglamentario, de acuerdo con el régimen jurídico ya analizado, habiéndose establecido no por el pacto de las partes, sino por razón de la potestad atribuida a la dicha entidad gestora demandada, de acuerdo con la repetida Norma 24, de la Circular num. 6/2.007, de 30 de noviembre, dictada por dicha entidad de gestión de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores, al amparo de la Ley 24/1.998, de 28 de julio de Mercado de Valores, según redacción dada por la Ley 44/2.002, de 22 de noviembre sobre Medidas de Reforma del Sistema Financiero, y Reglamento aprobado por Orden ECO 689/2003, de 27 de marzo, según ya se dijo anteriormente. Pero, a mayor abundamiento, se produjo por la actora la íntegra trasgresión de esa obligación reglamentaria, de la venta en descubierto, de acuerdo con los fundamentos expuestos, lo que, en todo caso, excluiría la aplicación analógica del precepto en la moderación de la sanción impuesta.***

Todo lo anteriormente expuesto lleva a colegir la desestimación del recurso, confirmando la sentencia apelada.”

1.2.3. Responsabilidades en la orden de un cliente a la agencia de valores para que realice una venta en descubierto

Audiencia Provincial de Vizcaya (sec. 3ª), sentencia de 24-5-2012, nº302/2012, rec.68/2011.²³²

La Audiencia Provincial desestima la apelación contra la sentencia de instancia que desestimó la demanda interpuesta por un cliente contra la, entonces, sociedad de valores Renta 4, por un cargo de 688 euros causado por la venta de valores en descubierto realizada por la sociedad demandada a instancia del cliente demandante.

Entiende la Audiencia que la orden procedió del cliente y fue correctamente ejecutada por la sociedad demandada, y, como supuso una venta en descubierto porque no disponía en el momento de la venta de los valores que ordenó vender, debían recaer en el únicamente todas las consecuencias de la ejecución de su orden:

“Examinadas las alegaciones de la parte apelante y vistas todas sus consideraciones debe señalarse simplemente con un carácter aproximativo que cuando se vende acciones al descubierto quien vende recibe inmediatamente las ganancias de la venta, pero está obligado a hacer volver un número equivalente de esas mismas acciones, en una fecha futura, a la persona de la cual se tomaron prestados los títulos de las acciones. En consecuencia, es evidente que se debe de volver, más tarde o más temprano, al mercado para comprar esas acciones. Cuando se compra, se restituye las participaciones al primer prestamista, cumpliendo así su obligación. Si el costo de su compra fue menor que las ganancias de la venta anterior, la diferencia es, entonces, el beneficio. Si le cuesta más comprar las participaciones -o, como se ha denominado, cubrir su venta al descubierto- la diferencia representará, entonces, una pérdida. Se registra una transacción al descubierto a menos que espere que el precio de la acción baje y le proporcione, así, un beneficio. Igualmente se ha señalado que una venta al descubierto de una acción debe ser siempre, y por necesidad, una transacción de crédito.

²³² El Derecho: EDJ 2012/342457

*Igualmente puede señalarse que la única entidad habilitada para conceder el crédito es Bancoval, que presta el efectivo o los títulos al intermediario financiero para que éste, a su vez, realice la operación que ha ordenado su cliente. **Por tanto, en el contrato intervienen tres partes: Bancoval, la sociedad o agencia de valores y el cliente final.***

*Pero es lo cierto y en relación con la operativa de que trae fundamento último la reclamación que se verifica en el presente procedimiento no ha recibido esencial reproche de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en este sentido el informe señala como antecedentes de que se parte: y son los propios recogidos de la queja interpuesta. **El 17 de Septiembre de 2001 Renta 4 ejecutó una orden de venta de 20.000 acciones de TM a su nombre de manera errónea al no haber efectuado la entidad los controles necesarios para que la operación no se ejecutase al no ser titular de las citadas acciones. Se ejecutó una operación de venta de acciones en descubierto. El 27 de septiembre de 2001 se cargó por Renta 4 en cuenta el importe de 668 Eur. en concepto de retrocesión de diferencia de cambio por la recompra en el mercado de las 20.000 acciones de TM para cobertura de la anterior venta. El objeto de la reclamación se centra en determinar si el cargo de 668 Euros que Renta 4 anotó en su cuenta en concepto de penalización por la diferencia de precios de la recompra para cubrir una venta de 20.000 acciones de TM en descubierto es o no correcta. Y en su consecuencia la entidad Renta 4 tenía que haber rechazado la citada operación. La entidad alegó que fue el Sr. Silvio quien concretamente dio la orden de vender acciones de TM limitada en cuanto a precio la orden se ejecutó en el mercado. Al final la sesión bursátil su cuenta presentó un descubierto de 20.000 acciones de TM sin que Renta 4 recibiese orden suya de compra por el número de acciones para solucionar o cubrir la situación de descubierto. El 21 de septiembre Renta 4 respetando los plazos establecido para cubrir la venta de acciones recompra a su nombre las meritada a un valor de 5,84 señalaba que el servicio de compensación y liquidación de valores tiene previsto dos tipos de sanciones tal y como recoge. Señala que efectivamente existe un bono corretaje en vigor por lo que no se cobró comisión alguna por la intervención.***

Hechos estos sucintamente expuestos y que el citado informe va dando respuesta a la diferente actuación señalada. Nunca expresa la ilegalidad de la operación sino que analiza y expone la Circular 4/2000 de 22 de noviembre del Servicio de

Compensación y Liquidación de Valores aplicable al momento en que se produjo la operación, de venta en descubierto, circular poniendo de manifiesto que "... Las ventas que se realicen en descubierto en el mercado, justificándose con referencia de registro procedentes de compras realizadas con posterioridad a menor precio, serán penalizadas adicionalmente con la diferencia de cambio que se hubiera producido entre la venta y la compra...". Señalando el informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores que las operaciones en descubierto están penalizadas tal y como Renta 4 puso ante dicha Comisión en sus alegaciones. Señala igualmente que el contenido del Folleto de Tarifas Máximas y Gastos repercutible que Renta 4 tiene comunicado a la CNMV se hace referencia a los gastos de ejecución de operaciones bursátiles que el Servicio de Compensación y Liquidación cargue por las operaciones que se realicen. Seguidamente hace referencia a la normativa de actuación en orden al Código General de Conducta sobre normas de Actuación en los Mercados de Valores señalando que indudablemente la entidad debe velar por la prudencia y la diligencia en sus actuaciones así como el cumplimiento de las propias obligaciones contractuales a fin de determinar sus propio control interno y poner de manifiesto al cliente la situación en que se encontraba al no ser propietario de las acciones que iba a vender así como de que en caso de no realizarse la operación esta conllevaba el pago de una penalización que oportunamente se le repercutiría. Pero también el mencionado informe de la CNMV señala que el inversor actuando en su propio interés debe asumir la responsabilidad de ejercer cierto control de su patrimonio y ser oportunamente sabedor de que se le generaría una situación de descubierto. Concluye el citado informe en relación con el cargo en cuenta producido como consecuencia de la repercusión al reclamante de la penalización por la recompra de acciones que la actuación de Renta 4 se ha ajustado a la normativa vigente. Si bien es aconsejable (término utilizado aconsejable) que las entidades atendiendo a los principios que informa las normas relativas a los deberes de información ponga de manifiesto a sus clientes que la operación que ordenan les sitúa en posición de descubierto y que ello conlleva una serie de penalización.

Por demás no resulta fuera de contexto ni contrario a los datos obrantes en el procedimiento señalar que la entidad Renta 4 genera y envía extractos por lo que no resulta exagerado señalar que el Sr. Silvio era conocedor de sus posiciones, y que la actuación en la venta en descubierto de fecha 17 de septiembre de 2001, y como

correspondía no ha quedado precisado que la orden de venta lo fuera por un error y no como una orden señalada.

En todo caso en relación al control de la operación, que compete también a quien da la orden, no se ha impugnado el resultado de la misma, se impugna que deba soportar la sanción impuesta. Y en este sentido una cuestión es el bono de comisiones, que debe en su caso ser diferenciado de las sanciones, que desde un punto de vista financiero y en la circular que se ha mencionado vienen determinadas, cuya repercusión en sus circunstancias y que aquí no se han mostrado extrañas a los presupuestos para ello, puede ser repercutida. No hay dato que justifique que el actor no tuviera puntual conocimiento de la operación, pues de la misma no mostró cuestión.

Por demás, entendemos no pueden prosperar los restantes argumentos residenciados en que la falta de contrato y extralimitación en órdenes, dado que no cabe duda de la relación de intermediación en los Mercados de Valores existente entre las partes y en donde la entidad gestora se limita a cumplir las órdenes del cliente, bien que con diligencia, transparencia y en recta actitud, que en el presente caso, no resulta en el presente haya sido fehacientemente determinado por la demandada hoy apelada.”

1.2.4. Diligencia exigible a los miembros del mercado actuando como intermediarios

Audiencia Provincial de Madrid, (sec. 11ª), sentencia de 19-7-2013, nº446/2013, rec.869/2012.²³³

El demandante ejercitaba contra la entidad Bankinter S.A una acción de reclamación de daños y perjuicios por importe de 318.586,9 euros, en los conceptos de daño emergente y lucro cesante, por incumplimiento de contrato. La acción derivaba de la ejecución de un contrato de compra de valores a crédito realizado por vía telemática. El 3 de marzo de 2009 el demandante adquirió 55.000 acciones del Banco de Santander que fueron vendidas por Bankinter el 9 de marzo sin que hubiera mediado orden ni consentimiento del demandante, y por un precio muy bajo que habría supuesto al cliente una pérdida de 29.775,81 euros, y además le habría impedido obtener importantes plusvalías en el momento en que decidiera vender las acciones. La responsabilidad del Banco se debería a que incumplió su obligación de requerir al cliente para que, si era preciso, ampliara la garantía antes de cerrar la posición.

²³³ El Derecho: EDJ 2013/153076

La Audiencia Provincial estima la apelación y revoca la sentencia de instancia, fallando que el demandante tiene derecho a ser indemnizado por la entidad financiera demandada en concepto de daño emergente por el incumplimiento contractual en que ésta incurre, por no haber avisado al demandante que el cálculo de la garantía por la bajada del valor de las acciones adquiridas excedía el saldo disponible, permitiendo la reposición, la resolución, o el cierre de posiciones de no llevarse a cabo, pero sin impedir a quien tenía solvencia suficiente que tomara la decisión que era lo más favorable a sus intereses, y que no era vender por precio inferior al de adquisición, como así ocurrió. Por ello, la Audiencia Provincial reconoce al demandante el importe que reclama por daño emergente, pues la venta se hizo sin su consentimiento y le generó una pérdida que ha de asumir quien incumplió sus obligaciones (FJ 2 y 3).

Para las cuestiones estudiadas en el presente trabajo resulta de interés esta sentencia por tratar, con citas de otras sentencias de Audiencias Provinciales, la diligencia debida por las entidades intermediarias respecto de los contratos de préstamo bancario para la compra de acciones:

*“Dados los términos del debate la cuestión nuclear y en que se sustenta por la actora la responsabilidad de la demandada, **derivada del incumplimiento de sus obligaciones contractualmente asumidas, no es otra que la imputación que se hace de la omisión por la entidad bancaria de su deber de información y petición de reposición de efectivo suficiente para mantener la garantía adicional fijada por la entidad, al haber cerrado la posición el Banco mediante la venta de las acciones del demandante sin contar con su consentimiento y sin haberle avisado previamente de la necesidad de aumentar la garantía como hubiera hecho dada su solvencia.** Y se invoca en apoyo de esta tesis la propia actividad desplegada por el Banco que en otras ocasiones habría avisado al actor en estos términos, y el tenor de la cláusula 5 del contrato aportado como documento num. 2 de la demanda.*

Esta obligación de avisar al cliente cuando la garantía resulte insuficiente es negada por la entidad con invocación de la cláusula 11ª del referido contrato e invocando ser obligación del cliente la constante vigilancia de sus posiciones, cláusula 8ª, declaraciones del cliente.

Esta es en verdad la única controversia, una cuestión referida por tanto a la interpretación del contrato que vincula a las partes, pues no se discute la contratación, ni el hecho de que el actor es un habitual inversor perfecto conocedor del producto adquirido y consistente en la compra de acciones mediante financiación de la entidad bancaria a través de un préstamo y con la garantía asumida de tener un cierto nivel de efectivo en la cuenta asociada, importe que fija la entidad bancaria como un porcentaje del valor de las acciones y que por tanto variará en función de la propia variación que sufra el valor de las acciones que se quieren garantizar.

La juzgadora contrapone ambas cláusulas del contrato y concluye ".. que el actor cliente debía reponer efectivos (no estar en números rojos), pero el Banco tenía la obligación de avisarle salvo -sin previo aviso- que la pérdida acumulada superara la garantía adicional", conclusión que lleva a la juzgadora tras valorar que el 5 de marzo de 2009 la garantía se quedó corta, y el día 6 la cuenta estaba en números rojos, por lo que el día 9 cuando se vendió no hubo incumplimiento alguno.

La Sala no comparte esta decisión que se asienta en una interpretación del contrato que no compartimos, y que no tiene en cuenta datos relevantes desde el punto de vista de los hechos que han de tenerse en cuenta para resolver la contienda.

*De acuerdo a lo dispuesto en los artículos 1281 y siguientes del CC las cláusulas del contrato han de interpretarse de manera sistemática, artículo 1285, debiendo tenerse en cuenta que **estamos ante un contrato de adhesión realizado por la demandada sin intervención de ningún tipo del actor que realiza una contratación a través de la página web creada al efecto por lo que en todo caso es de aplicación el artículo 1288 cuando señala que la interpretación de las cláusulas oscuras no debe favorecer a la parte que hubiese ocasionado la oscuridad.** Y desde luego no puede obviarse que no resulta fácil la comprensión de la cláusula 5ª del contrato invocada por la actora en su relación con la cláusula 11ª en que se apoya la demandada. La primera de estas cláusulas dispone, y regula la garantía prestada por el cliente, que "para poder contratar el préstamo el cliente habrá de disponer de un porcentaje en efectivo del importe total de la operación (la garantía adicional), tal y como se indique en la orden. El cliente tendrá la obligación, cuando el Banco así lo solicite de reponer el efectivo, por variación del valor de los valores adquiridos", y se añade "Durante la vida del préstamo, diariamente se recalculará la garantía adicional en función de la evolución*

del precio de los valores y del porcentaje establecido para cada valor". No cabe duda de que el resto de la cláusula debe interpretarse de acuerdo a estos presupuestos.

*Por su parte la cláusula 11ª que invoca el Banco regula la duración y vencimiento del contrato, y **prevé en cuanto ahora nos interesa la facultad del Banco de resolver el contrato sin previo aviso en supuestos "justificados", y la facultad de cerrar la cuenta**, como en el caso reseñado en la letra b) "cuando la pérdida acumulada del cliente supere la garantía adicional", en cuyo caso "el Banco podrá enajenar los valores suscritos por el cliente cobrando la comisión de venta que se prevea en la orden...".* Aprecia la Sala sin esfuerzo que la regulación de esta cláusula en cuanto permite la resolución del contrato, o el cierre de las posiciones del cliente sin previo aviso exige una interpretación restrictiva propia de la necesidad de estar justificado un grave incumplimiento del cliente como la reseña de supuestos determina.

*En todo caso no deja de haber cierta contradicción u oscuridad en la redacción de la cláusula 5ª y la anterior, y ello debe resolverse con referencia a que la oscuridad es creada por el Banco que redacta el contrato, así como con la perspectiva contractual que impone la buena fe entre los contratantes, y los deberes y condiciones propios de una contratación regulada por el mercado de valores; así es claro que la cláusula 8ª supone la aceptación por el cliente de una actuación diligente y de vigilancia de su cartera, pero no es menos cierto que la cláusula 9ª al establecer las obligaciones del Banco comienza **incidiendo en la obligación de informar al cliente.. "de todos los asuntos concernientes a sus operaciones"**, y señalando en diversos puntos ese deber de información.*

Al respecto hemos de tener en cuenta que este deber cobra un especial protagonismo en supuestos de inversión como el que nos ocupa y así viene siendo reconocido por la jurisprudencia; a este respecto la AP Zaragoza, sec. 4ª, en sentencia de 17-9- 2012 :

".....la Ley 47/2.007, por la que se modifica la Ley 24/1.988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, los incluye dentro de su ámbito de aplicación (artículo 2.2), calificándolos como productos complejos y otorgando una específica protección al cliente que los contrata, protección que ya se configuraba, en primer lugar, en el Real Decreto 629/1.993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, al imponer un código de conducta "atendiendo en todo caso al

interés de los inversores..." (artículo 2.1), código incluido como anexo en dicho Real Decreto, cuyo artículo 1 imponía como causa de conducta a las entidades el actuar "con imparcialidad y sin anteponer los intereses propios a los de sus clientes, en beneficio de éstos...", a la vez que establecía un deber de identificación correcta del perfil del cliente, en particular su experiencia inversora y objetivos de inversión cuando esta última fuese relevante, para ya, por último, imponer en el artículo 5 de ese Código de conducta unos estrictos deberes de información al inversor, información que debe ser clara, correcta, precisa, suficiente y entregada a tiempo para evitar su incorrecta interpretación y haciendo hincapié en los riesgos que cada operación conlleva, muy especialmente en los productos financieros de alto riesgo, de forma que el cliente conozca con precisión los efectos de la operación que contrata, debiendo estar cualquier previsión o predicción razonablemente justificada y acompañada de las explicaciones necesarias para evitar malentendidos (artículo 5.3 del Código de Conducta).

En síntesis, puede afirmarse que la citada legislación sectorial, contenida en la actualidad en la Ley 47/2.007, de 19 de diciembre, que efectúa la transposición a nuestro ordenamiento jurídico de la Directiva 2004/39/CE, y por razones de política legislativa, dado el grave desequilibrio estructural que se produce en el mercado en la posición de las partes contratantes, impone específicos deberes a la entidad en orden a la tutela de los intereses de su cliente inversor, no conformándose el legislador con establecer severas prescripciones para garantizar que el inversor tenga perfecto conocimiento de las características y riesgos que tenga el producto que se le ofrece por la entidad, lo que constituye el fin y objetivo de toda la información precontractual, sino exigiendo además que la entidad tutele los intereses del inversor, que los debe tratar "con imparcialidad y sin anteponer los intereses propios a los de sus clientes, en beneficio de estos..." (artículo 1 del Código General de Conducta), o como dice la vigente Ley 47/2.007, del Mercado de Valores, en su artículo 79 tratando el interés del inversor como si fuera propio.(...)

(...) Si existe, como así es, un deber de lealtad contractual para la entidad, exacerbado por el legislador hasta el punto de tratar los intereses del cliente como si fueran propios, el deber de suministrar a sus clientes, dentro de la información a darles, "toda la que dispongan cuando pueda ser relevante para la adopción por ellos de decisiones

de inversión..." (art. 5.1 del Código de Conducta), y que "la información a la clientela debe ser clara, correcta, precisa, suficiente y entregada a tiempo para evitar su incorrecta interpretación y haciendo hincapié en los riesgos que cada operación conlleva,...de forma que el cliente conozca con precisión los efectos de la operación que contrata" (art. 5.3 del citado Código)(....)

(....) como ya destacó esta Sala en su sentencia 294/2.012, de 29 de junio (Rollo de Apelación num. 70/2.012), "el deber de información queda tan exacerbado en la legislación del mercado de valores que puede afirmarse que tal comportamiento precontractual por la parte que ocupa una posición preeminente en el mercado, la entidad financiera, no es un mero deber de actividad sino de resultado, esto es que la entidad debe asegurarse de que el inversor ha comprendido el alcance y la posición de riesgos que asume con el producto. Posicionamiento de la legislación sectorial que tiene una inmediata trascendencia en la doctrina sobre la inexcusabilidad del error, que queda así matizada en gran medida, por no decir que anulada."

O la AP Barcelona, sec. 1ª, en sentencia de 25-7-2012:

"...la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, aplicable a la operación de autos al venir considerada por el Banco de España incurso dentro de su ámbito (mercado secundario de valores, futuros y opciones y operaciones financieras -art.2 LMV-), establece como anexo un código de conducta en el que, entre otras cosas, se exigía:

- Que las Entidades ofrezcan y suministren a sus clientes toda la información de que dispongan cuando pueda ser relevante para la adopción por ellos de decisiones de inversión, debiendo dedicar a cada uno el tiempo y la atención adecuados para encontrar los productos y servicios más apropiados a sus objetivos.*
- Que la información a la clientela debe ser clara, correcta, precisa, suficiente y entregada a tiempo para evitar su incorrecta interpretación y haciendo hincapié en los riesgos que cada operación conlleva, muy especialmente en los productos financieros de alto riesgo, de forma que el cliente conozca con precisión los efectos de la operación que contrata..."*

Ponderando los intereses en conflicto, obligaciones de las partes, y exigencias de diligencia e información no parece que la entidad bancaria haya tratado al actor como si sus intereses fueran los propios del Banco, y desde luego estimamos que lejos de ello incumplió su obligación contractual establecida en la cláusula 5ª del contrato, que quedaría sin ningún contenido, o a la sola voluntad de la parte de seguirse la interpretación del Banco; no se discute que el actor era antiguo cliente de la entidad y que ha seguido operando en inversión con el Banco, ni que su perfil le permitía por su formación y capacidad económica acceder a estos productos, siendo conocido de la entidad y con acreditada solvencia, de manera que cuando realizó esta operación cumplió con el compromiso de la garantía que el Banco exigía en efectivo sin ningún problema, por lo que no hubo falta de aportación de la garantía que permitiría la resolución del contrato, cláusula 11ª c); y tampoco se está en el supuesto invocado por la demandada de la cláusula 11ª b) como causa de cierre de posiciones, pues no se ha acreditado que el cliente tuviere pérdida acumulada alguna, sino que antes al contrario de la liquidación de la operación resulta la ausencia de dicha pérdida ya que resultó para el actor un ingreso positivo en su cuenta como se observa en el extracto de la misma que la demandada habría aportado a requerimiento de la contraparte, doc. num. A-3.

Y ni siquiera puede entenderse la operativa del Banco, doc. A-1, folio 206, cuando señala que a fecha 5 de marzo la posición del actor se habría quedado corta de garantía al hacerse un ajuste de 76.175 euros, cuando al mismo tiempo, doc. A-3 el cargo de garantía que se hizo al actor fue de tan solo 71.255,69 euros, sin explicación ninguna de esta diferencia, cuando la cuenta estaba en positivo y así quedó tras ese cargo con un saldo de 511,12 euros, quedando en negativo el día 6 por importe de 601,01 euros y sin actuación alguna del Banco hasta el día 9 en que se cierra la posición sin avisar al cliente.

La forma de operar no se acomoda a las exigencias contractuales pues de los anteriores hechos se observa que se estaba en el supuesto que preveía la cláusula 5ª el mismo día 5 de marzo por el aumento de la garantía acorde al menor valor de las acciones, y en tal caso era obligado comunicar al cliente esta circunstancia y solicitarle reposición de efectivo, más aún cuando como resulta del contrato y expresó la representante legal de la demandada el cliente no conoce el importe de la garantía

adicional ni el porcentaje que el Banco diariamente recalcula, desconocimiento que abunda más en el deber de información para permitir la adecuada gestión de la inversión; lejos de ello se hizo una provisión de garantía menor que la resultante del ajuste, sin que se conozca el por qué, de modo que el actor no pudo conocer que se hallaba en una situación de garantía disminuida, y nada se hizo ni se procedió a nuevos cálculos sino que días después se cerró la posición con el argumento de estar la cuenta en números rojos, lo que siendo cierto en nada incidía en la actuación del día 5 ni impedía tampoco reaccionar comunicando al actor la situación como por lo demás en otras operaciones se habría hecho; la alegación, corroborada por la representante legal de la entidad en el juicio de que los avisos eran posibles si se contrataba así, cobrándose por ello, resulta escasamente seria en relación con el contrato suscrito y además carece de todo atisbo probatorio, como la cuestión relativa a que el sistema alertaría de la falta de saldo y reaccionaría sin posibilidad de intervención cerrando la cuenta, alude a una operativa del sistema informático que no se ha acreditado y que en todo caso es cuestión que no evita la responsabilidad contractual de quien es el propietario de dicho sistema.

Por todo ello la Sala estima que la interpretación de instancia no es la correcta y ha de ser corregida ahora mediante la declaración de que la demandada habría incumplido el contrato suscrito al no haber avisado el día 5 de marzo de 2009 que el cálculo de la garantía, por la bajada del valor de las acciones adquiridas, excedía el saldo disponible, permitiendo la reposición, o la resolución o el cierre de posiciones de no llevarse a cabo, pero sin impedir a quien tenía solvencia suficiente que tomara esa decisión que no cabe duda era lo más favorable a sus intereses que desde luego no pasaban por vender por precio inferior al de adquisición como así ocurrió.”

2. JURISPRUDENCIA DEL TRIBUNAL DE JUSTICIA DE LA UNIÓN EUROPEA

2.1. Inicio del proceso de comunitarización

Una de las muchas consecuencias de la crisis económica iniciada en 2008 ha sido la iniciación de un proceso de comunitarización de la materia supervisión de mercados financieros. Dentro de las disposiciones comunitarias dictadas sobre esta materia

destaca una norma, por referirse directamente a las ventas en corto. Se trata del Reglamento (UE) n° 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012, sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago. A la regulación que introduce este Reglamento nos referiremos más adelante.

Desde el punto de vista de la jurisprudencia comunitaria el proceso de comunitarización de competencias habrá de dar lugar en el futuro a una jurisprudencia del Tribunal de Justicia sobre la venta en corto. Pero la ausencia de competencias comunitarias sobre la materia hasta fecha muy reciente ha hecho que el Tribunal de Justicia de la Unión Europea no se haya podido pronunciar sobre la figura de las ventas en cortos a partir de la impugnación ante él de disposiciones y actos de las instituciones comunitarias en la materia.

La eventual creación de una jurisprudencia comunitaria dará lugar a otros problemas puestos de manifiesto por quienes, como PIKETTY, desconfían de las intervenciones judiciales en las grandes cuestiones económicas. Este autor entiende que la experiencia histórica sugiera que en caso de crisis grave a menudo es necesario adoptar con urgencia importantes decisiones presupuestarias de una amplitud difícil de imaginar antes de la crisis. Dejar al juez constitucional (o a los comités de expertos) el encargo de juzgar caso a caso esas decisiones constituye una forma de regresión democrática. Por otra parte, esta opción no deja de tener riesgos. Toda la historia demuestra en efecto la nefasta tendencia de los jueces constitucionales a lanzarse a interpretaciones excesivas y arriesgadas —y generalmente muy conservadoras— de los textos jurídicos sobre cuestiones fiscales y presupuestarias. Actualmente este conservadurismo jurídico, afirma este autor, es particularmente peligroso en Europa, donde hay una tendencia a hacer prevalecer un derecho absoluto a la libre circulación de personas, de bienes y de capitales por encima del de los Estados a promover el interés general, que comprende el derecho a hacer pagar los impuestos.²³⁴ Sin embargo, aunque estos peligros existan, actualmente el verdadero problema es la falta de un control judicial de este tipo de decisiones y sobre todo de los abusos que los particulares realizan amparándose precisamente en la libre circulación.

²³⁴ PIKETTY, T. (2013): *Le capital au XXI siècle*. Éditions du Seuil. P.931-932

La aprobación del mencionado Reglamento ha dado lugar ya a un primer pronunciamiento del Tribunal de Justicia sobre la legalidad de la nueva competencia comunitaria, si bien en él no trata la estructura jurídica de la venta en corto.

2.2. La Sentencia del Tribunal de Justicia (Gran Sala) de 22-1-2014, nº C-270/2012

En esta sentencia²³⁵ el Tribunal de Justicia resuelve el recurso de anulación interpuesto por el Reino Unido con arreglo al artículo 263 TFUE, en el que solicitaban la anulación del artículo 28 del Reglamento (UE) nº 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012, sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago.

El Tribunal de Justicia desestima todos los motivos de nulidad. En sus razonamientos el Tribunal no trata directamente cuestiones propias de la estructura jurídica y regulación de la venta en corto, sino que, siguiendo los motivos de nulidad, se refiere a la competencia de la Unión Europea para su regulación en los términos que veremos más adelante al tratar de este reglamento. No obstante, algunos de los pronunciamientos sirven para indicar y centrar la dirección de futuras sentencias del Tribunal de Justicia sobre la intervención reguladora de la Unión Europea. Por su interés para el presente estudio reproducimos algunos de los párrafos que estimamos de mayor transcendencia:

“44. En cuanto a los poderes de que está investida la AEVM en virtud del artículo 28 del Reglamento nº 236/2012, debe subrayarse, de entrada, que esta disposición no confiere ninguna competencia autónoma a dicha entidad que vaya más allá del marco reglamentario establecido por el Reglamento AEVM.

45. Es importante señalar, seguidamente, que, a diferencia de las competencias delegadas a los organismos a que se refiere la sentencia Meroni/Alta Autoridad, antes citada, el ejercicio de las competencias contempladas en el artículo 28 del Reglamento nº 236/2012 está sujeto a diversos criterios y condiciones que delimitan el ámbito de actuación de la AEVM.

46. En efecto, en primer lugar, la AEVM únicamente está autorizada a adoptar las medidas contempladas en el artículo 28, apartado 1, del Reglamento nº 236/2012 si,

²³⁵ El Derecho: EDJ 2014/2045

con arreglo al apartado 2 del mismo artículo, dichas medidas están encaminadas a hacer frente a una amenaza, que tenga implicaciones transfronterizas, para el correcto funcionamiento y la integridad de los mercados financieros o para la estabilidad del conjunto o de una parte del sistema financiero de la Unión. Además, cualquier medida de la AEVM está sujeta a la condición de que o bien las autoridades competentes no hayan tomado medidas para hacer frente a la amenaza, o bien las medidas adoptadas no constituyan una respuesta adecuada frente a la misma.

47. En segundo lugar, cuando adopta las medidas contempladas en el artículo 28, apartado 1, del Reglamento n° 236/2012, la AEVM debe verificar, de conformidad con el apartado 3 de dicho artículo, hasta qué punto la medida ataja de forma significativa la amenaza que pesa sobre el correcto funcionamiento y la integridad de los mercados financieros o sobre la estabilidad del conjunto o de una parte del sistema financiero de la Unión o mejora de forma significativa la capacidad de las autoridades competentes de controlar la amenaza, no crea un riesgo de arbitraje regulador y no tiene un efecto perjudicial sobre la eficiencia de los mercados financieros, como el de reducir su liquidez o crear incertidumbre entre los participantes en el mercado, que resulte desproporcionado con respecto a las ventajas de la medida.

48. De ello se desprende que, antes de adoptar cualquier decisión, la AEVM debe por lo tanto examinar un número considerable de factores indicados en el artículo 28, apartados 2 y 3, del Reglamento n° 236/2012, siendo tales condiciones acumulativas.

49. Por otra parte, los dos tipos de medidas que puede adoptar la AEVM en virtud del artículo 28, apartado 1, del Reglamento n° 236/2012 se limitan estrictamente a las enunciadas en el artículo 9, apartado 5, del Reglamento AEVM.

50. Por último, a tenor del artículo 28, apartados 4 y 5, del Reglamento n° 236/2012, la AEVM está obligada a consultar a la JERS y, cuando proceda, a otras instancias pertinentes y debe notificar a las autoridades nacionales competentes las medidas que se propone adoptar, en particular, los pormenores de las medidas propuestas y los datos que justifican las razones alegadas para la adopción de las medidas. Incumbe

asimismo a la AEVM reexaminar las medidas a intervalos apropiados y, como mínimo, cada tres meses. Así pues, el margen de apreciación de la AEVM está limitado tanto por la obligación de consulta mencionada como por el carácter temporal de las medidas autorizadas, que definidas sobre la base de las mejores prácticas existentes en materia de supervisión y a la vista de elementos suficientes, se adoptan en respuesta a una amenaza que exija una intervención a escala de la Unión.

51. La detallada regulación de las competencias de intervención atribuidas a la AEVM se pone asimismo de relieve en el artículo 30 del Reglamento n° 236/2012, según el cual se otorgarán a la Comisión poderes para adoptar, de conformidad con el artículo 42 del propio Reglamento, actos delegados que especifiquen los criterios y factores que deberán tener en cuenta las autoridades competentes y la AEVM al determinar en qué casos se producen ciertos hechos o circunstancias adversos y las amenazas a que se refiere el artículo 28, apartado 2, letra a), de dicho Reglamento.

52. A este respecto, el artículo 24 del Reglamento n° 918/2012 subraya aún más la evaluación fáctica de carácter técnico que debe llevar a cabo la AEVM. En efecto, el apartado 3 de dicho artículo limita los poderes de intervención de la AEVM en circunstancias excepcionales, concretamente detallando el tipo de amenaza que puede conducir a la AEVM a intervenir en los mercados financieros.

53. Resulta del conjunto de las consideraciones anteriores que las competencias de que dispone la AEVM, en virtud del artículo 28 del Reglamento n° 236/2012, están delimitadas con precisión y pueden ser objeto de control judicial a la luz de los objetivos fijados por la autoridad delegante. Tales competencias se ajustan, por lo tanto, a las exigencias establecidas en la sentencia Meroni/Alta Autoridad, antes citada.

54. Así pues, contrariamente a lo que alega el demandante, dichas competencias no implican que la AEVM se halle investida de una “amplia facultad discrecional” incompatible con el Tratado FUE en el sentido de la citada sentencia.

55. Por consiguiente, el primer motivo no puede prosperar.

Sobre el segundo motivo, basado en la vulneración de un principio enunciado en la sentencia Romano

(...)

63. Para responder al segundo motivo, procede recordar que el Tribunal de Justicia, en el apartado 20 de la sentencia Romano, antes citada, observó que se desprendía tanto del Derecho primario en materia de competencias conferidas por el Consejo a la Comisión para la ejecución de normas establecidas por aquél, como del sistema jurisdiccional creado por el Tratado (CEE), que un órgano, como el que era objeto del asunto que dio lugar a dicha sentencia, en aquel caso una Comisión Administrativa, no podía ser habilitado por el Consejo para adoptar “actos de carácter normativo”. Según el Tribunal de Justicia, una decisión de tal órgano, aunque pueda suponer una ayuda para las instituciones encargadas de aplicar el Derecho de la Unión, no puede obligar a dichas instituciones a seguir determinados métodos o a adoptar determinadas interpretaciones cuando apliquen la normativa de la Unión. El Tribunal de Justicia dedujo de lo anterior que la Decisión controvertida adoptada por esa Comisión Administrativa “no vinculaba” al órgano jurisdiccional remitente.

64. Es cierto que, según se desprende del artículo 28 del Reglamento n° 236/2012, la AEMV está llamada a adoptar en virtud de dicho artículo, en circunstancias estrictamente delimitadas, actos de alcance general. Tales actos pueden asimismo contener normas dirigidas a cualquier persona física o jurídica que posea un determinado instrumento financiero o una categoría particular de instrumentos financieros, o que efectúe determinadas transacciones financieras.

65. Esta constatación no implica sin embargo que el artículo 28 del Reglamento n° 236/2012 quebrante el principio enunciado en la sentencia Romano, antes citada. Procede recordar, en efecto, que el marco institucional creado por el Tratado FUE, y en particular los artículos 263 TFUE, párrafo primero, y 277 TFUE, permite explícitamente a los órganos y organismos de la Unión adoptar actos de alcance general.

66. *En tales circunstancias, no puede deducirse de la sentencia Romano, antes citada, que la delegación de competencias a una instancia como la AEVM se rija por otros requisitos distintos de los enunciados en la sentencia Meroni/Alta Autoridad, antes citada, y que se han recordado en los apartados 41 y 42 de la presente sentencia.*

67. *Pues bien, como se desprende de la apreciación del primer motivo invocado por el Reino Unido, éste no ha demostrado que la delegación de competencias a la AEVM resultante del artículo 28 del Reglamento n° 236/2012 sea contraria a dichos requisitos, y, en particular, al que establece que esa delegación únicamente puede afectar a competencias de ejecución definidas con precisión.*

68. *Por consiguiente, no puede estimarse el segundo motivo.*

Sobre el tercer motivo, basado en una delegación de competencias incompatible con los artículos 290 TFUE y 291 TFUE EDL 1957/52

(...)

Apreciación del Tribunal de Justicia

77. *Con carácter preliminar, procede recordar que el artículo 28 del Reglamento n° 236/2012 implica una delegación de poderes no a la Comisión, sino a un órgano u organismo de la Unión.*

78. *Habida cuenta de esta circunstancia y con el fin de responder a este tercer motivo, el Tribunal de Justicia ha de pronunciarse acerca de si los autores del Tratado FUE pretendieron establecer, en los artículos 290 TFUE y 291 TFUE, un solo marco jurídico que permitiese atribuir en exclusiva a la Comisión determinados poderes delegados y de ejecución o si el legislador de la Unión puede contemplar otros sistemas de delegación de tales poderes a órganos u organismos de la Unión.*

79. *Debe observarse a este respecto que, si bien es cierto que los Tratados no contienen disposición alguna que prevea la atribución de competencias a un órgano*

u organismo de la Unión, diversas disposiciones del Tratado FUE presuponen no obstante la existencia de tal posibilidad.

(...)

82. Por lo que se refiere al presente asunto, es importante señalar que el artículo 28 del Reglamento n° 236/2012 confiere a la AEMV determinados poderes decisorios en un ámbito que requiere la articulación de una competencia profesional y técnica específica.

83. Esta atribución de poderes no se corresponde sin embargo con ninguno de los supuestos definidos en los artículos 290 TFUE y 291 TFUE.

84. Como se indica en los apartados 2 a 4 de la presente sentencia, el marco jurídico en que se inserta el artículo 28 del Reglamento n° 236/2012 está configurado, en particular, por los Reglamentos n° 1092/2012, AEVM y n° 236/2012. Estos Reglamentos forman parte de un conjunto de instrumentos de regulación adoptados por el legislador de la Unión para que ésta, habida cuenta de la integración de los mercados financieros internacionales y del riesgo de contagio de las crisis internacionales, pueda promover la estabilidad financiera internacional, como indica el séptimo considerando del Reglamento n° 1092/2010.

85. Por consiguiente, el artículo 28 del Reglamento n° 236/2012 no puede considerarse aisladamente. Antes bien, dicho artículo debe entenderse como parte de un conjunto de normas que pretenden dotar a las autoridades nacionales competentes y a la AEMV de competencias de intervención para hacer frente a coyunturas desfavorables que amenacen la estabilidad financiera en la Unión y la confianza de los mercados. Para ello, estas autoridades deben tener la posibilidad de imponer restricciones temporales a las ventas en corto de determinados valores financieros o a la conclusión de permutas de cobertura por impago o a otras transacciones para evitar caídas incontroladas de los precios de esos instrumentos. Tales instancias gozan de un alto grado de competencia profesional y colaboran estrechamente en pro del objetivo de estabilidad financiera en la Unión.

86. *Por lo tanto, no puede considerarse que el artículo 28 del Reglamento n° 236/2012, puesto en relación con los demás instrumentos de regulación adoptados en la materia, a los que se ha hecho referencia anteriormente, esté en contradicción con el régimen de delegaciones establecido en los citados artículos 290 TFUE y 291 TFUE.*

(...)

Sobre el cuarto motivo, basado en la infracción del artículo 114 TFUE EDL 1957/52

(...)

97. *Procede observar, con carácter preliminar, que el cuarto motivo invocado por el demandante únicamente se presenta para el supuesto de que el artículo 28 del Reglamento n° 236/2012 se interprete en el sentido de que autoriza a la AEMV a adoptar decisiones de carácter individual dirigidas a personas físicas o jurídicas.*

(...)

99. *Para responder a este cuarto motivo, el Tribunal de Justicia debe pronunciarse acerca de si el régimen de intervención establecido por el artículo 28 del Reglamento n° 236/2012 puede estar comprendido en el ámbito de aplicación del artículo 114 TFUE.*

100. *En cuanto al alcance del artículo 114 TFUE, ha de recordarse que un acto legislativo adoptado sobre esa base jurídica debe, por una parte, contener medidas relativas a la aproximación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los Estados miembros y, por otra parte, tener por objeto el establecimiento y el funcionamiento del mercado interior.*

101. *Por lo tanto, es preciso examinar si el artículo 28 del Reglamento n° 236/2012 cumple estos dos requisitos.*

(...)

109. A este respecto, **resulta del considerando 1 del Reglamento n° 236/2012 que las autoridades competentes de diversos Estados miembros adoptaron medidas de emergencia para restringir o prohibir las ventas en corto en relación con algunos valores o la totalidad de ellos debido a la existencia de amenazas para la viabilidad de las entidades financieras y a los riesgos sistémicos consiguientes. En dicho considerando se precisa, además, que las medidas adoptadas por los Estados miembros son dispares, por carecer la Unión de un marco reglamentario común específico en materia de control de las ventas en corto.**

110. El legislador de la Unión precisó asimismo, en el considerando 3 del Reglamento n° 236/2012, que resultaba apropiado y necesario que las normas establecidas por dicho Reglamento se introdujesen en el ordenamiento jurídico a través de un reglamento para garantizar que las disposiciones que impusiesen directamente a operadores del sector privado obligaciones en lo que respecta a la notificación y publicación de las posiciones cortas netas relativas a determinados instrumentos y a las ventas en corto descubiertas se aplicasen de manera uniforme en toda la Unión. El carácter reglamentario se consideró necesario con el fin de conferir a la AEVM poderes para coordinar las medidas que adoptasen las autoridades competentes o para adoptar por sí misma las medidas oportunas en el ámbito correspondiente.

111. Por otra parte, el legislador de la Unión subrayó, en el considerando 5 del Reglamento n° 236/2012, que con objeto de poner fin a la actual situación fragmentada, en la que algunos Estados miembros han tomado medidas divergentes, y restringir la posibilidad de que las autoridades competentes adopten tales medidas, **es importante abordar de manera armonizada los riesgos potenciales derivados de las ventas en corto y las permutas de cobertura por impago.**

112. El artículo 28 del Reglamento n° 236/2012 tiene efectivamente como finalidad la aproximación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los Estados miembros relativas a la supervisión de ciertos valores y al control, en determinadas circunstancias, de algunas transacciones comerciales referentes a esos valores, a saber, las posiciones cortas netas en un instrumento financiero o en una categoría particular de instrumentos financieros.

113. En segundo lugar, y en cuanto al requisito enunciado en el artículo 114 TFUE, según el cual las medidas de aproximación por el legislador de la Unión deben tener por objeto el establecimiento y el funcionamiento del mercado interior, es preciso recordar que el Tribunal de Justicia subrayó, en el apartado 42 de su sentencia de 2 de mayo de 2006, Reino Unido/Parlamento y Consejo, antes citada, que dicho artículo únicamente puede aplicarse como base jurídica cuando del propio acto jurídico se deriva objetiva y efectivamente que su finalidad es mejorar las condiciones de establecimiento y funcionamiento del mercado interior.

114. A este respecto, en el considerando 2 del Reglamento n° 236/2012 se declara que su finalidad es garantizar el correcto funcionamiento del mercado interior y mejorar las condiciones de tal funcionamiento, en particular, por lo que respecta a los mercados financieros. Así pues, el legislador de la Unión consideró oportuno establecer un marco reglamentario común en lo que se refiere a los requisitos y facultades en relación con las ventas en corto y las permutas de cobertura por impago, y asegurar una mayor coordinación y coherencia entre los Estados miembros cuando hayan de adoptarse medidas en circunstancias excepcionales. Por lo tanto, la armonización de las normas que regulan tales transacciones tiene por objeto impedir la creación de obstáculos para el correcto funcionamiento del mercado interior y la subsistencia de medidas dispares aplicadas por los Estados miembros.

115. Cabe añadir que, a tenor del considerando 33 de dicho Reglamento, si bien es cierto que las autoridades nacionales competentes son, a menudo, quienes mejor situadas están para hacer el seguimiento y reaccionar inmediatamente ante circunstancias adversas, la AEVM debe también estar facultada para adoptar medidas cuando las ventas en corto u otras actividades conexas amenacen el correcto funcionamiento y la integridad de los mercados financieros o la estabilidad de la totalidad o una parte del sistema financiero de la Unión, cuando existan implicaciones transfronterizas y cuando las autoridades nacionales competentes no hayan adoptado medidas suficientes para hacer frente a esa amenaza.

116. Por consiguiente, las competencias previstas en el artículo 28 del Reglamento n° 236/2012 tienen efectivamente por objeto la mejora de las condiciones de establecimiento y de funcionamiento del mercado interior en el ámbito financiero.

117. Del conjunto de las consideraciones anteriores se desprende que el artículo 28 del citado Reglamento cumple los dos requisitos enunciados en el artículo 114 TFUE. Por lo tanto, éste constituye una base jurídica apropiada para la adopción de dicho artículo 28.

118. En consecuencia, debe desestimarse el cuarto motivo.

119. Resulta del conjunto de las consideraciones anteriores que procede desestimar el recurso en su totalidad.”

CAPÍTULO VI. INTERVENCIÓN REGULADORA EN LA VENTA EN CORTO

1. LAS REGULACIONES DE LA VENTA EN CORTO TRAS LA CRISIS DE 2008

La previa exposición sobre el entorno de mercado en el que se desenvuelven las ventas en corto y sobre los contratos que en ellas subyacen nos permite ahora estudiar la intervención regulatoria sobre estas operaciones.

Los principios regulatorios a los que hemos hecho referencia nos servirán de soporte para evaluar la actuación de los reguladores de Estados Unidos y el Reino Unido, que, a su vez, sirven de referencia para evaluar después la regulación en la eurozona, y de España como caso particular.

1.1. El documento de IOSCO de 2009

En el inicio de la crisis la International Organization of Securities Commissions (IOSCO)²³⁶ elaboró un informe con unos principios generales no obligatorios para la regulación de la venta en corto, diseñados para ayudar a los reguladores domésticos en la elaboración de un régimen regulatorio de las ventas en corto (IOSCO, 2009)²³⁷.

²³⁶ La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) se constituyó, en 1983, mediante la transformación de una asociación inter-americana de supervisores y reguladores de valores, como persona jurídica sin ánimo de lucro al amparo de la legislación canadiense. La CNMV, como representante de España, se incorporó como miembro de la organización en 1990.

Los objetivos de IOSCO son cooperar conjuntamente en la promoción de altos estándares de regulación con el fin de mantener unos mercados equitativos, eficientes y sólidos; el intercambio de información sobre sus respectivas experiencias con el fin de promover el desarrollo de los mercados nacionales; unir los esfuerzos para establecer estándares y una vigilancia efectiva sobre transacciones de valores internacionales; y facilitar la asistencia mutua, con el propósito de promocionar la integración de los mercados con una rigurosa aplicación de los estándares y con una efectiva actuación inspectora contra las infracciones, por parte de sus participantes, en los mercados de valores.

²³⁷ El Comité Técnico de IOSCO constituyó un Grupo de Trabajo en noviembre de 2008 que, tras elaborar y someter un borrador a consulta pública, aprobó un Informe sobre regulación de la venta en corto en junio de 2009 con la pretensión de servir de guía a las autoridades supervisoras de los mercados de valores nacionales. Aunque reconoce la existencia de particularidades en las distintas jurisdicciones, el Comité Técnico aboga en sus conclusiones por una mayor homogeneidad en la regulación de la materia, con el fin de simplificar las medidas de cumplimiento de las normas para los participantes en el mercado y limitar el potencial arbitraje regulatorio.

En este informe el IOSCO considera que las ventas en corto desempeñan una importante función en el mercado por varias razones; proporcionan precios más eficientes, mitigan las burbujas y aumentan la liquidez de los valores. El informe también reconoce que en un mercado en condiciones extremas, determinadas prácticas de ventas en corto, o el uso de las ventas en corto en combinación con ciertas estrategias, pueden contribuir a desestabilizar los mercados. En concreto, entiende que la venta en corto puede ser un problema en un contexto de pérdida de confianza en el mercado. El informe pretende que los reguladores tomen conciencia de las posibles consecuencias de las prácticas de ventas en corto, particularmente de las ventas en corto al descubierto.²³⁸

El informe admite que las ventas en corto juegan un papel importante en los mercados de capitales, aunque estas prácticas no están autorizadas en todos los Estados miembros de IOSCO. La intención del informe no es recomendar que se autoricen las ventas en corto, cuestión que corresponde decidir a cada país, pero sí recomendar que, si se permite la práctica de las ventas en corto, éstas deben regularse.

El documento establece cuatro principios generales acerca de la regulación de las ventas en corto:

- a) Deben estar sujetas a controles apropiados que reduzcan o minimicen el riesgo potencial que puede afectar al funcionamiento ordenado y eficiente y a la estabilidad de los mercados financieros.
- b) Deben estar sometidas a un régimen de obligaciones de suministrar información a tiempo a los mercados o a las autoridades supervisoras.
- c) También deben estar sujetas a un sistema eficaz de cumplimiento de las normas e inspección del cumplimiento.

²³⁸ Regulation of Short Selling, Final Report. Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. June 2009. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD292.pdf>

d) Por último, la regulación de las ventas en corto debería permitir excepciones de ciertos tipos de operaciones que contribuyen al eficaz funcionamiento y desarrollo del mercado.

Los tres primeros principios tratan de la importancia de una regulación más estricta de la venta en corto que permita reducir los efectos de desestabilización que puedan ocasionar ciertos tipos de ventas en corto, estableciendo un sistema eficaz que refuerce la transparencia de estas operaciones. El cuarto principio pretende que la regulación de las ventas en corto no impida la realización de operaciones que son adecuadas para el buen funcionamiento y desarrollo de los mercados, para lo que se deben prever las necesarias excepciones.

El informe considera que las ventas en corto tienen que desarrollarse en un marco regulado con la finalidad de mantener un mercado justo, ordenado y eficiente. Los cuatro principios sirven para establecer ese marco en el que las autoridades del mercado puedan desarrollar el régimen de las ventas en corto, adaptándose a los requisitos internos establecidos por el ordenamiento de cada país. Considera el informe que la observación de estos cuatro principios proporciona un marco de armonización internacional de las ventas en corto que facilitaría una supervisión más eficaz de la actividad de los operadores transnacionales.

1.2. Estados Unidos

La actual legislación del mercado de capitales en Estados Unidos no por casualidad debe mucho de su existencia a una crisis financiera. Tras el denominado viernes negro, 24 de octubre de 1929, el Presidente Roosevelt puso los cimientos de la normativa norteamericana sobre mercados de capitales compuesta por las *Securities Act* de 1933 y la *Securities Exchange Act* de 1934. Partes importantes de estas dos leyes fueron adoptadas en el resto del mundo. En Europa desde los años 70. La legislación norteamericana no se caracteriza por su estructura sistemática, al contrario, las leyes y sus modificaciones a menudo se aprueban como reacciones *ad hoc* ante una crisis. El sistema también se caracteriza porque los mercados de capitales son regulados por leyes federales mientras que la legislación de sociedades es de los Estados. Otra peculiaridad, muy generosa para el punto de vista europeo, es la aproximación general de dejar al

mercado que solucione los problemas, por considerar que éste tiene soluciones regulatorias más rápidas que el legislador.

1.2.1. Situación antes de la crisis financiera de 2008

Antes del inicio de la crisis financiera de 2008 la regulación de la venta en corto en Estados Unidos era bastante sistemática. El inicio de la crisis, su virulencia y las graves consecuencias que produjo desde el principio obligó a introducir profundas reformas en el sistema, como reconoce la propia SEC.

*“La Comisión [SEC] ha dado pasos durante las últimas semanas para responder a las preocupaciones sobre las ventas en corto a la luz de la actual crisis de crédito. Estos esfuerzos relacionados con las ventas en corto se han enfocado particularmente en los títulos de las instituciones financieras cuya salud pudiera tener un impacto en la estabilidad financiera. Los pasos dados por la Comisión están destinados a asegurar la continuidad de la actividad regular en mercados ordenados. Nuestras acciones se han adoptado consultando a los reguladores de los principales mercados de valores mundiales, con quienes nos hemos coordinado para monitorizar las reacciones del mercado...”*²³⁹

Antes de su reforma la denominada *Regulation SHO*²⁴⁰ establecía que *brokers* y *dealers* simplemente debían tener razones suficientes para creer que la acción que iba a ser vendida en corto podía ser obtenida en préstamo (el requerimiento de disponibilidad). El *locate* (la localización de la acción de la que se va a disponer) debía realizarse y documentarse antes de hacer la venta en corto. La *Regulation SHO* imponía a los *brokers-dealers* con un gran expediente de fallos en la entrega una entrega especial en

²³⁹ Comunicado de la SEC de 1 de octubre de 2008

<http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-235.htm>

²⁴⁰ “La Regulación”, aprobada el 3 de enero de 2005, que por primera vez desde 1938 actualizaba la regulación de la venta en corto. La Regulación SHO establece los requisitos de “*locate*” y “*close up*” dirigidos principalmente a impedir que *traders* puedan realizar ventas en corto descubiertas.

El requisito de “*locate*” [disponibilidad] impone a un *broker* tener un conocimiento razonable de que el valor que va a vender en corto puede ser obtenido en préstamo y entregado al vendedor en corto en una fecha determinada antes de que tenga lugar la venta en corto

El requisito de “*close-out*” [liquidación de posiciones] representa el incremento en las condiciones de entrega impuestas a una clearing agency en los valores en los que tiene muchos fallos de entrega.

<http://www.investopedia.com/terms/r/regsho.asp>

una *clearing agency*²⁴¹ registrada (los llamados “*threshold securities*”). Hasta que la posición de fallido en la entrega se cerraba, el *broker* o *dealer* (y cualquier *broker* o *dealer* para el que éste hace la transacción) no podía efectuar ulteriores ventas en corto de ese tipo de acciones sin haber obtenido previamente en préstamo las acciones, o haber alcanzado un acuerdo para tomar en préstamo las acciones (el requerimiento de préstamo previo). Finalmente, las ordenes emitidas por un *broker-dealer* debían marcarse como “largo”, “corto”, o “exceptuada de corto” (requerimiento de marcar la orden).

Una vez iniciada la crisis financiera, la SEC adoptó reglas adicionales para la venta en corto e inició un proceso para determinar la necesidad de otras restricciones.

1.2.2. La regla antifraude en la venta en corto descubierta

El viernes 12 de septiembre de 2008 las acciones de Lehman Brothers se hundieron otro 14% y acabaron la semana con una bajada del 77%, a lo largo de esa semana y a media que el fin del banco de inversiones se acercaba los inversores en corto aumentaban sus apuestas contra Lehman Brothers, circunstancia que únicamente aceleró el rápido hundimiento de las acciones.²⁴²

Durante la semana que siguió al viernes 12 de septiembre de 2008 los reguladores intentaron evitar el hundimiento del sistema financiero, con este fin la SEC decidió “poner la venta en corto en un coma de veinte días como parte del “esfuerzo” para salvar las hundidas instituciones financieras”²⁴³. La prohibición de las ventas en corto acabó afectando finalmente a 1.000 sociedades financieras cotizadas, muchas de ellas

²⁴¹ *Clearing agency* es cualquier persona que actúa como un intermediario que realiza pagos, entregas de bienes o ambas cosas en conexión con transacciones sobre valores, o que suministra instalaciones para comparar datos sobre los términos de acuerdos sobre transacciones de valores, reducir los acuerdos de transacciones de valores, o para el cumplimiento de las responsabilidades derivadas de los acuerdos de transacción de valores. El término también hace referencia a cualquier persona, como puede ser el depositario de valores, que actúa como custodio de los valores en relación con un sistema centralizado de gestión de valores, ya sea de todos los valores de una clase determinada o de series de cualquier emisor depositadas en el sistema, que son tratadas como fungibles y pueden ser transmitidas, prestadas o gravadas mediante un apunte contable sin entrega física de certificados de los valores; o que permita o facilite el cumplimiento de las transacciones de valores, la hipoteca o el préstamo de valores sin entrega física de certificados de los valores.

<http://definitions.uslegal.com/c/clearing-agency/>

²⁴² <http://blogs.wsj.com/moneybeat/2013/09/12/this-day-in-crisis-history-sept-12-2008/>

²⁴³ BISNAR, J.: “100% capitalist, 90% of the time: the 20 day short-sale ban”. *NYU Annual Survey of American Law* [vol. 66:299]

no eran consideradas habitualmente instituciones financieras, todo ello en la creencia de que los operadores estaban manipulando el mercado.

El 18 de septiembre de 2008, la SEC aprobó la *Naked Short Selling Antifraud Rule (Rule 10b-21)*, una regla final (*final rule*) según la *Securities and Exchange Act*. De acuerdo con el “*Summary*” de la nueva norma²⁴⁴, con esta *rule* se persigue hacer frente a los fallos en la entrega de valores derivados de ventas en corto descubiertas. Pretendía poner de manifiesto la responsabilidad de los vendedores en corto, incluyendo *broker-dealers* que operen con sus propias cuentas, que engañaban a personas concretas sobre su intención o capacidad de entregar valores en plazo (incluyendo a quienes engañan a su *broker-dealer* sobre el origen previsto de los valores o sobre su propiedad) y que no cumplen con la entrega de los valores en la fecha de liquidación.

En la *Introduction*²⁴⁵ de la *Rule* la SEC afirma adoptar una norma antifraude dirigida a los vendedores en corto, incluyendo *broker-dealers* que operen con cuentas propias, que engañen a personas determinadas, como un *broker* o un *dealer*, sobre su intención o capacidad de entregar los valores en la fecha de cumplimiento y que no entreguen los valores en la fecha de cumplimiento.

Entre otros, la nueva *Rule* se dirige contra aquellos vendedores en corto que engañen a sus *broker-dealers* sobre el origen de valores en préstamo con la intención de cumplir con el “*locate requirement*” de la *Regulation SHO*. También se aplica a aquellos vendedores que engañen a sus *broker-dealers* haciéndoles creer que son dueños de las acciones que venden. Considera la SEC que un vendedor que engañe sobre la disponibilidad o propiedad de los valores podría intentar incumplir con la fecha de entrega y, por tanto, incurrir en una venta en corto descubierta abusiva. La venta en corto descubierta abusiva no está definida en las leyes federales sobre valores, pero estas se refieren generalmente a la venta en corto sin tener los valores disponibles para entregarlos y a dejar de entregarlos intencionalmente dentro de los tres días del ciclo para el cumplimiento.

²⁴⁴ <http://www.sec.gov/rules/final/2008/34-58774.pdf>

²⁴⁵ <http://www.sec.gov/rules/final/2008/34-58774.pdf>

La venta en corto descubierta como parte de un plan para manipular siempre ha sido ilegal según las normas generales antifraude de las leyes federales sobre valores, pero se pretende que la nueva Rule “*evidenciará la responsabilidad de quienes engañen a otros sobre su intención o capacidad de entregar valores en el plazo previsto...*” Para la SEC resaltar la ilegalidad de estas actividades centrará la atención de los partícipes del mercado en ellas. La nueva Rule también pone de manifiesto que la SEC considera que estas operaciones son perjudiciales para los mercados y quiere facilitar que los partícipes del mercado puedan predecirlas.

Todos los vendedores de valores deben entregar los valores o garantizar la entrega a sus respectivos compradores, y todos los compradores tienen el derecho de recibir oportunamente los valores adquiridos. Para ello la *Rule 10b-21* se dirige directamente contra una actividad que puede producir fallos en la entrega que podrían afectar negativamente a los accionistas privándoles de beneficios de la propiedad como votar y prestar los valores, y que también podría crear al emisor de acciones una impresión equivocada sobre el mercado. La *Rule 10b-21* también ayudará a los *broker-dealers* a cumplir con el requerimiento de *locate* de la *Regulation SHO* y, por tanto, puede reducir los fallos en la entrega. Además, la *Rule 10b-21* podrá ayudar a reducir las operaciones manipulativas que empleen ventas en corto descubiertas.

La redacción parece ceder a las exigencias del público en un momento de fuerte crisis, dando a entender que la venta en corto descubierta podría llegar a ser tratada como una actividad fraudulenta. Sin embargo, la *Naked Short Selling Antifraud Rule* no amplía sustancialmente la regulación que ya existía de las ventas en corto descubiertas o, más en general, sobre manipulación del mercado. Simplemente especifica las “ventas en corto descubiertas abusivas” según la provisiones generales antifraude de las *Federal Securities Laws*. La nueva regulación tendría sentido si facilitara a quienes se consideren perjudicados reclamar contra los abusos cometidos con las ventas en corto descubiertas, pero no parece que sea así. Generalmente lo más difícil de probar en las manipulaciones del mercado es la intención de defraudar de quien es acusado de fraude y los daños sufridos por quien se dice perjudicado. Como hemos visto, distintos estudios han puesto de manifiesto que en Estados Unidos no tienen éxito los procedimientos judiciales reclamando una indemnización por daños causados por manipulaciones del

mercado mediante ventas en corto descubiertas, y ningún particular demandante ha obtenido una sentencia definitiva que le reconozca una indemnización por los daños sufridos basándose en alegaciones de ventas en corto descubiertas.²⁴⁶ La nueva regla, sin embargo, no introduce facilidad alguna respecto a esta carga de la prueba.

Por todo ello es dudosa la utilidad de la *Naked Short Selling Antifraud Rule* que no suministra avances legales sustanciales. Desde el punto de vista de los que consideran necesarias las ventas en corto, al menos, permite que sigan existiendo las ventas en corto de manera similar a como operaban antes de la nueva regulación. Si la nueva rule no supone un cambio legal importante y la venta en corto puede seguir empleándose en forma similar a como venía operando con anterioridad, es posible concluir que un importante elemento que llevó a la SEC a adoptar la *Naked Short Selling Antifraud Rule* pudo ser la presión política intensificada por la tormenta financiera, que forzó a la SEC a reaccionar en favor de un rechazo generalizado a las prácticas de venta en corto descubierta.²⁴⁷

1.2.3. Primeras enmiendas a la Regulación SHO

El mismo día 18 de septiembre de 2008 en el que la SEC aprobó la *Naked Short Selling Antifraud Rule* también aprobó la *Final Amendments* a la *Regulation SHO*, eliminando, entre otras, la excepción a los requerimientos de entrega de los creadores de mercado. Antes de estas enmiendas, la *Regulation SHO* excepcionaba de incumplimientos en la entrega en la *Rule 203 (b) (3) (iii)* los causados con ventas en corto mediante opciones registradas de los creadores de mercado²⁴⁸ que están afectas a establecer o mantener una posición en opciones establecida antes de que el valor sea un *threshold security*²⁴⁹.

²⁴⁶ BROWN STOKES, A.: "In pursuit of the naked short". *New York University Journal of Law and Business*. vol. 5 no. 1. Spring 2009.

²⁴⁷ Sobre las motivaciones de la SEC; SIRRI, E.: "Regulatory politics and short selling". *University of Pittsburgh Law Review* [Vol. 71:517]. 517 2009-2010.

²⁴⁸ Un "market maker" es un *broker-dealer* que ha aceptado comprar o vender un determinado valor de forma regular a un precio fijado públicamente.
<http://www.sec.gov/answers/mktmaker.htm>

²⁴⁹ Una acción se incorpora a la lista de umbral (*threshold list*) si se dan los siguientes criterios en cinco días consecutivos de negociación:

- 1) El número total de acciones que no se ha entregado excede las 10,000,
- 2) El número total de acciones que no se han entregado excede el 0.5% de las acciones emitidas por la sociedad en cuestión,
- 3) La acción está incluida en una lista similar de una organización de autorregulación.

Tales fallos de entrega podían continuar indefinidamente. Como consecuencia de estas enmiendas, todo fallo de entrega debido a ventas en corto realizadas por un creador de mercado de opciones registrado, al igual que todo fallo en la entrega de valores, tiene que ser cerrado según los requerimientos de cierre de la *Regulation SHO*.

Eliminando la excepción de los creadores de mercado de opciones, la SEC pretendía reducir el número de valores involucrados en grandes fallos de entrega y, como consecuencia, el número de valores que se encontraban en la lista de valores excluidos de la venta en corto. La SEC asumió que un significativo número de estos fallos en la entrega eran resultado de la excepción a los creadores de mercado de opciones.

Este argumento de la SEC para eliminar la excepción de los creadores de mercado de opciones no parece muy sólido. La SEC señala la necesidad de la supresión y al mismo tiempo declaró actuar asumiendo que “*el impacto general de las enmiendas será mínimo*” (SEC, 2008b:23). De hecho, sólo un pequeño número de acciones que respondían a la definición de un *threshold security* tenían posibilidad de quedar incluidas en la lista. Es más, la excepción a los creadores de mercado de opciones sólo se aplica en posiciones sobre opciones establecidas después de que la correspondiente acción se incluyera en la lista. Por todo ello es dudoso que la eliminación de esta excepción produjera el efecto pretendido de reducción significativa del número de valores en la lista.

La SEC dio una serie de razones genéricas para justificar las Enmiendas a la *Regulation SHO*. Entre ellas la supuesta disminución de las posibilidades de que los vendedores en corto realizaran prácticas manipulatorias. Aunque no está claro de qué manera los creadores de mercado realizarían este tipo de prácticas. La razón original de la excepción de los creadores de mercado es mantener la liquidez. Para ello los creadores de mercado de opciones deben poder negociar con acciones de forma constante, con lo que ocasionalmente se pueden ver forzados a vender acciones que no pueden ser encontradas inmediatamente en el mercado. Establecer la excepción de los creadores de

Una vez que una sociedad se incorpora a la lista permanece en ella hasta que los fallidos vuelven a caer por debajo del umbral establecido durante cinco días consecutivos de negociación. Muchas acciones que se cree que han sido vendidas en ventas en corto descubiertas acabarán en esta lista.
<http://www.investopedia.com/terms/t/thresholdlist.asp>

mercado de opciones supone aceptar los fallos en la entrega, que en el caso de acciones ilíquidas pueden persistir durante un tiempo. Limitar la excepción impide a los creadores de mercado de opciones cumplir su función de manera adecuada y de esta manera se puede estar reduciendo la liquidez del mercado. Incluso quienes se oponen directamente a las ventas en corto aceptan que las ventas en corto de los creadores de mercado en su mayoría sólo producen fallos temporales en la entrega, que no son relevantes. En suma, los beneficios de eliminar la excepción de los creadores de mercado de opciones difícilmente serán mayores que los costes de aplicar la nueva regulación.

1.2.4. Segundas enmiendas a la Regulación SHO

La animadversión contra las ventas en corta no desapareció tras la reacción inicial de la SEC a la tormenta financiera, por lo que ésta se vio obligada a adoptar el 27 de julio de 2009 la segunda ronda de enmiendas a la *Regulation SHO*, que consistió en convertir en permanentes las restricciones a las ventas en corto adoptadas temporalmente.

La nueva regulación establece que los participantes en las *clearing agencies* registradas que realicen la venta en corto o en largo de cualquier valor cotizado deben presentar las acciones en la fecha acordada para cerrar su posición. Si el partícipe falla en la entrega deberá cerrar su posición de fallo en la entrega mediante el préstamo o la compra de valores del mismo tipo y cantidad, que deberá realizar no más tarde del inicio de las horas reguladas de negociación del día de cierre de posición siguiente al de la fecha de cumplimiento (normalmente T+4). Los que incumplan los requerimientos, y cualquier *broker* o *dealer* con el que tengan acuerdos para el cierre de posiciones, no podrá vender en corto los valores ni por sí mismos ni mediante la cuenta de un tercero hasta que la posición de fallo en la entrega se haya cerrado, a menos que previamente hayan acordado prestar o tomar prestados los valores. Los partícipes deben por tanto informar a todos los *brokers* o *dealers* con los que negocien para el cierre de posiciones que una posición no se ha cerrado de acuerdo con la regla.

La segunda ronda de Enmiendas a la *Regulation SHO* es un paso regulatorio de más alcance porque prácticamente impide las ventas en corto descubiertas. La SEC, basándose en los resultados preliminares de su *Office of Economic Analysis*, concluye

que la adopción del exigente requerimiento temporal de cierre T+3 (comprendiendo más o menos las mismas provisiones que las nuevas reglas permanentes) consiguió el efecto pretendido de reducir el número de fallos en la entrega producidos en los mercados financieros norteamericanos. La SEC considera que manteniendo los requerimientos reforzados se pueden controlar las ventas en corto descubiertas potencialmente abusivas, con lo que disminuye la amenaza de deterioros repentinos en la confianza de los inversores.

1.2.5. Efectos de las restricciones

La prohibición de la SEC de ventas en corto del 18 de septiembre de 2008 incluyó casi 1000 sociedades financieras, entre ellas había sociedades que hasta ese momento no se habían considerado financieras. La SEC partía de la suposición de que los operadores estaban manipulando el mercado y pretendía “*restaurar el equilibrio de los mercados*”.

Es discutible que el equilibrio del mercado sea un fin legítimo en sí mismo, puede que ni siquiera sostener los precios sea un objetivo legítimo del regulador, en este caso la SEC, o que la legitimación que ésta pudiera tener está limitada a responder a la situación de pánico que crearon las instituciones financieras. En cualquier caso, diversos estudios concluyeron que la prohibición no sólo no consiguió estos objetivos sino que también produjo consecuencias perjudiciales no queridas. CHRISTOPHER COX, entonces Presidente de la SEC llegó a afirmar “*sabiendo lo que sabemos ahora...la Comisión no lo haría de nuevo*”²⁵⁰. Sin embargo, la revisión del episodio y el análisis de los intereses relevantes que se pretendieron satisfacer sugieren que la SEC sí que lo haría de nuevo.²⁵¹

El resultado inmediato de la prohibición fue una rápida reducción de liquidez y un aumento de los diferenciales en los precios de compra y venta debido principalmente a la interrupción de millones de operaciones de compraventa de distintos valores por la imposibilidad de gestionar el valor relativo entre ellos. Además, la disminución de liquidez afectó por igual a todos los valores y no solo a los financieros. La reducción de liquidez mostró a la SEC que no se estaba consiguiendo lo que se pretendía. El mercado

²⁵⁰ <http://www.reuters.com/article/2008/12/31/us-sec-cox-idUSTRE4BU3GG20081231>

²⁵¹ BISNAR, J.: “100% capitalist, 90% of the time: the 20 day short-sale ban”. *NYU Annual Survey of American Law* [vol. 66:299]

se estaba paralizando progresivamente por días debido a que sólo se podían comprar los valores de quienes los vendían para liquidar sus posiciones, impidiéndose las operaciones de ventas en corto de un valor bancario (tomándolas prestado previamente) y la compra de otro correlacionado para arbitrar el valor relativo entre ellos, que constituye uno de los elementos que dotan de estabilidad al mercado reduciendo su volatilidad. Con lo cual el efecto es aditivo: cada valor con prohibición puede provocar la inhibición operativa en otro no sujeto a ella.

En cuanto a las ventas en corto descubiertas, como hemos venido afirmando, son escasas, si existen, las razones económicas que justifiquen un régimen regulatorio diferente al de las ventas en corto convencionales. Mientras que es indiscutido que las ventas en corto descubiertas aumentan el riesgo de fallos en la entrega, tales fallos no tienen un impacto tan importante como parece a primera vista. Primero, a través del proceso de compras, las *clearing agencies* consiguen resolver antes o después la mayoría de los fallos en la entrega. Segundo, si el comprador permanece un tiempo relativamente largo sin que se inicie un proceso de compra es compensado financieramente por no recibir los valores en la fecha acordada.

Es más, la regulación de las ventas en corto descubiertas no debería ser sustituto de una aplicación más directa y estricta de las normas contra el abuso de mercado. Si la venta en corto descubierta es explotada para manipular el mercado debe ser sancionada mediante la normativa general sobre abusos de mercado. De nuevo, no es la venta en corto descubierta *per se* la que es abusiva, sino su explotación como técnica para la manipulación del mercado. Haciendo prácticamente imposible cualquier venta en corto descubierta la SEC podría eliminar la mayoría de la actividad abusiva que se realiza mediante ventas en corto descubiertas, pero como los nuevos requerimientos permanentes probablemente causan la reducción de la liquidez y eficiencia del mercado el coste de su implantación es bastante alto.

1.2.6. Regulación posterior

La *Naked Short Selling Antifraud Rule* y las *Amendments to Regulation SHO* no fueron la única ampliación permanente de la regulación norteamericana de las ventas en corto que se adoptó a consecuencia de la crisis financiera. El 8 de abril de 2009, la SEC adoptó otras dos medidas.

La primera medida reintroduce en todo el mercado de forma permanente un test sobre el precio de la venta en corto. La propuesta inicial de la SEC presentaba dos test de precios alternativos: la “*regla de propuesta de modificación del incremento*”, similar al anterior test de oferta del NASDAQ, aunque la propuesta se basaría en el último precio de venta. El 17 de agosto de 2009, en un suplemento a su propuesta inicial sugirió una tercera versión, “*regla de incremento alternativo*”, que estaría basada en la mejor oferta nacional, pero permitiría la venta en corto sólo a un precio superior a la actual mejor oferta nacional.

La segunda medida aplica un interruptor solo a un determinado valor mientras está sufriendo un declive severo en el mercado. En esta medida la SEC también propone dos alternativas. La primera es la “*regla de propuesta de interruptor*”, que prohibiría temporalmente a cualquier persona vender en corto un determinado valor. La segunda, las “*reglas de propuesta de test de precio del interruptor de mercado*”, que desencadenaría un test de precio de la venta en corto del valor determinado. El test de precio aplicado podría ser “*la regla del incremento propuesto*”, “*la regla de propuesta de modificación del incremento*”, o la “*regla del incremento alternativo*”.

Los costes de aplicación del test permanente de precios —basado en la mejor oferta nacional, en un precio sobre ésta o el último precio de venta— se prevén mayores que los beneficios derivados de su aplicación. Esta afirmación se asienta en una evidencia empírica. Durante décadas, ha existido en Estados Unidos la llamada “*regla del incremento*”, que determina que un valor de la lista será vendido en corto a un precio por encima del precio de la venta inmediatamente precedente o al último precio de venta si éste es mayor que el último precio de diferencia. La intención original de la regla era restringir la venta en corto en un mercado a la baja, pero tanto su necesidad como su efectividad siempre han sido controvertidas. Ciertos estudios concluyen que la regla del

incremento generalmente dificulta las ventas en corto en el NYSE por el examen del filtrado de las órdenes de venta. La venta en corto se ve dificultada incluso en los mercados al alza, lo que no es coherente con el objetivo original de la regulación y, desde luego, se opone a la noción de que la venta en corto contribuye a la eficiencia de los mercados ayudando a la determinación de los precios. El 3 de julio de 2007 la SEC finalmente había suprimido la regla del incremento para todos los valores cotizados.

En suma, los datos existentes (basados en las experiencias de la anterior regla del incremento de Estados Unidos) sugerían que los test de precio probablemente no serán efectivos a largo plazo y que incluso reducirán los efectos positivos de la venta en corto sobre la determinación de precios. Es comprensible que bajo circunstancias extraordinarias como la crisis financiera que se pretendía atajar los reguladores intentan evitar que los mercados financieros bajen estrepitosamente, pero no parece recomendable reimplantar permanentemente la regla del incremento. La SEC justificó su propuesta en que las condiciones del mercado habían cambiado significativamente desde que se eliminó la anterior regla del incremento, pero no hay evidencia de que la eliminación de la regla del incremento en 2007 haya contribuido a estos cambios. Es más, la volatilidad e inestabilidad en los mercados de valores que siguieron al inicio de la crisis de 2008 no son permanentes. En caso de fuertes alteraciones de los mercados, es esencial que los reguladores tengan la capacidad regulatoria para adoptar medidas temporales con las que combatir las espirales descendentes. En definitiva, es ineficiente en cualquier caso pretender combatir alteraciones temporales del mercado con regulaciones permanentes.

Desde este punto de vista, la segunda medida adoptada por la SEC es más probable que produzca un régimen regulatorio eficiente de la venta en corto en mercados en malas condiciones. Un interruptor permite al organismo de gobierno del mercado de valores intervenir deteniendo temporalmente todo el tráfico o, más específicamente, prohibir las ventas en corto en un valor si su precio baja dramáticamente hasta que las alteraciones disminuyan. La mayoría de los mercados de valores y de futuros tienen procedimientos de detenciones coordinadas del mercado si un declive severo de los precios alcanza niveles que puedan acabar con la liquidez del mercado.

Mientras que las reglas de incrementos generalmente prohíben las ventas en corto en los mercados en declive, los interruptores solo se activan si se alcanzan ciertos umbrales. La ventaja genérica de los interruptores es que no imponen restricciones permanentes a los vendedores en corto, por lo que es muy posible que no impidan ni dificulten las ventas en corto de forma general y permanente. En mercados en alza o que están sólo en un declive moderado, la venta en corto aún podría, de esta forma, contribuir a la eficiente determinación de los precios. Un interruptor persigue el mismo objetivo que un test de precios, esto es, la estabilidad del mercado de valores, pero es una limitación menos radical de las ventas en corto, debido a que su aplicación es temporal y se limita a determinadas condiciones del mercado y a valores específicos.

La SEC estudió²⁵² aplicar el interruptor si el precio de un determinado valor disminuye en más de un 10% sobre el precio que tenía el día anterior al cierre del mercado. Las ventajas de este automatismo son claras en cuanto proporciona seguridad jurídica, pero se podría dudar que el umbral del 10% realmente refleje una situación de deterioro severo. Después de todo, en general la venta en corto también produce efectos saludables sobre la información de precios en los mercados a la baja. Sin embargo, podría mantenerse que en tiempos de crisis, la preocupación por la liquidez y la información sobre precios tiene menos importancia que las preocupaciones por calmar los mercados a corto plazo. Esto se debe a que la información sobre precios es relevante específicamente cuando existen grandes diferencias de opinión, y esta condición parece que no se aplica en momentos de pánico. Por tanto, la prohibición de las ventas en corto o la aplicación de una regla del incremento, respectivamente, podrían ser razonables si las condiciones del mercado no permiten ya una eficiente averiguación de precios, y si la estabilización del mercado es la principal preocupación de los reguladores. La preocupación sobre el umbral preciso se mitiga por el hecho de que la paralización de la venta en corto o el test de precio de la venta en corto, una vez puesto en marcha, sólo se aplica durante un periodo de tiempo limitado. Aunque, es esencial que las restricciones a las ventas en corto terminen tan pronto como se haya restablecido el equilibrio entre el interés en vender y en comprar un valor determinado.

²⁵² Finalmente la SEC aprobó el 24 de febrero de 2010 adoptar una nueva *Rule* que restringe las ventas en corto de los valores que han bajado un 10% en un día. La *Rule* requiere que la venta en corto en tales circunstancias se ejecute sólo a un precio por encima de la mejor oferta nacional. La restricción se mantiene hasta el cierre del siguiente día.
<http://www.sec.gov/news/press/2010/2010-26.htm>

Hay una cuestión incluso más fundamental que el tema de la aplicación de un umbral, y que parece haber sido olvidada en las consideraciones de la SEC, y es la de cómo actúa el mercado con un interruptor. Los interruptores tienen un problema similar al que plantea el anuncio por un banco central de que intervendrá en un cierto precio de intercambio, este anuncio tendrá un reflejo en los precios de intercambio. No sólo el inicio de la restricción temporal de las ventas en corto, también su fin será anticipado y le serán puestos precio por los partícipes en el mercado.

En conclusión, las nuevas reglas de la SEC estaban motivadas principalmente por presión política debida a la crisis financiera. Pero los efectos de la *Naked Short Selling Antifraud Rule* y de la eliminación de la excepción de *market maker (dealers)* probablemente son negativos en la liquidez del mercado y, en consecuencia, en la eficiente formación de precios.

1.3. Reino Unido

La Financial Services Authority (FSA) fue creada tras las elecciones legislativas de 1997 en respuesta a una serie de escándalos financieros, notablemente la quiebra del Barings Bank.²⁵³ Es un organismo independiente dotado de personalidad jurídica, tutelado por el Tesoro, forma parte de los Quangos (*Quasi Autonomous non Governmental Organisations*), similares a los organismos autónomos españoles. Opera desde 2001 rompiendo con la tradición de autorregulación de la Bolsa de Londres.²⁵⁴

Durante la crisis financiera, en el Reino Unido la Financial Services Authority (FSA)²⁵⁵ realizó un estudio sobre las actuaciones regulatorias a largo plazo respecto de la venta en corto (FSA, 2009b). En este estudio, la FSA concluyó, por un proceso de eliminación, que en lo que respecta al Reino Unido bajo las circunstancias de crisis financiera las restricciones directas y permanentes de la venta en corto (en la forma de

²⁵³ Barings Bank era un antiguo banco británico que quedó colapsado en 1995 por las arriesgadas apuestas de uno de sus *traders* llamado Lesson, que destacado en la Bolsa de Singapur incurrió en pérdidas superiores a 800 millones de libras, casi el total de activos de la entidad, que no comunicó a la entidad ni fueron detectadas por sus supervisores.

²⁵⁴ VALETTE, J. (2005): “La régulation des marchés financiers”. *Revue du droit public de la science politique en France et à l'étranger* - Rdp.- n. 1. P.183-211

²⁵⁵ La FSA se ha convertido en dos autoridades regulatorias distintas: The Financial Conduct Authority y la Prudential Regulation Authority.

una prohibición de venta en corto, un interruptor o una regla del incremento) no estarían justificadas. Afirma sin embargo que la FSA estaba preparada para (re-)introducir medidas de emergencia, especialmente una prohibición temporal de las ventas en corto, si se hiciera necesario por los riesgos derivados de la venta en corto en condiciones de mercado extremas. De esta forma, la FSA no propone un interruptor automático, pero podría usar un régimen más discrecional.

Al contrario que la restricción directa de la venta en corto, la FSA sugiere aumentar la transparencia aplicando un sistema de información pública sobre las ventas en corto. El régimen propuesto incluiría cualquier acción y los instrumentos que se le relacionan en todos los sectores, aunque limitado a los valores cotizados en el Reino Unido. La FSA sugiere requerir que se comuniqué públicamente la información de una posición corta neta cuando el vendedor en corto alcance un umbral mínimo del 0,5% del capital de una sociedad. Con cada incremento de la posición del 0,1%, sería necesaria una nueva comunicación pública. Lo mismo se aplicaría si una posición corta se reduce y cae por debajo de esos umbrales. Los *market makers* actuando en estas capacidades estarían exentos de todas las obligaciones de comunicación pública. En las posiciones cortas durante ampliaciones de capital se aplicaría un umbral mínimo del 0,25% (así como subsiguientes obligaciones de comunicar basadas en bandas del 0,1%).

La FSA considera que aumentar la transparencia es beneficioso por dos razones. Primero, suministrará valiosa información adicional a otros inversores y a la autoridad supervisora, la disponibilidad de información sobre la evaluación por los vendedores en corto de un determinado valor probablemente mejore la eficiencia de los precios y proporcione a la FSA una alerta temprana de las condiciones en las que podría intervenir regulando. En segundo lugar, un requerimiento para hacer públicas posiciones cortas actuaría mitigando algunos de los problemas relacionados con la venta en corto abusiva. Podría ayudar a identificar el abuso del mercado realizado en conexión con la venta en corto, y permitiría impedir a los inversores agresivos que realicen ventas en corto que contribuyan a desordenar los mercados. Para la FSA estos beneficios superan los posibles costes del régimen de comunicación pública, que incluirían la amenaza de reducir liquidez, efectos de manada y espirales descendentes que se convierten en

“profecías autocumplidas” así como los costes directos de las sociedades producidos por la aplicación y operación de los sistemas para cumplir con las nuevas obligaciones.

Ciertamente, las plataformas de negociación en el Reino Unido no requerían que una venta sea identificada como venta en corto, lo que hace difícil determinar si la actividad de venta en corto es elevada y constante o, por el contrario, infrecuente. En cualquier caso, los participantes en el mercado en el Reino Unido pueden comprar los datos sobre el préstamo de valores y de esta forma al menos obtener una aproximación imperfecta al nivel general de ventas en corto. Esto es diferente a los Estados Unidos, donde existe un régimen que lleva a que estén disponibles para el mercado los datos agregados sobre ventas en corto (aunque con retraso). De nuevo, lo que sugiere ahora la FSA es una aproximación con más alcance: la comunicación pública de las mayores posiciones individuales en corto. Este régimen de comunicación ampliada puede producir ciertos beneficios al suministrar información sobre la identidad de un *trader* tomando y abandonando un determinado interés en corto, pero los estudios actuales no permiten afirmar sus efectos netos para el interés público. Es probable que la implementación de tal régimen haga que cierto número de vendedores en corto no tengan interés en vender en corto en los mercados del Reino Unido y que en estos mercados se resentirían la liquidez y la información de precios. En todo caso, se puede producir el resultado justo opuesto si el conocimiento de las posiciones de un determinado vendedor en corto puede animar a otros *traders* a realizar ventas en corto, es decir, la venta en corto puede ser más atractiva cuando es transparente. Favorecer la conducta estratégica y las reacciones en manada probablemente produzca mayor volatilidad. Especialmente cuando la volatilidad del mercado es alta y se necesita urgentemente la confianza del inversor, tal conducta puede llevar a que el mercado baje sustancialmente.

Quizás el argumento más fuerte en contra del régimen de información pública es que no limita sus efectos al mercado, sino que proporciona oportunidades de acciones reguladoras en circunstancias extraordinarias. Las actividades de negociación manipulativa o abusiva, si se efectúan a gran escala, producen un gran daño a los mercados financieros. Aunque no es nada común, la venta en corto puede emplearse con intenciones manipuladoras o abusivas. Por tanto, los reguladores deberían tener al menos los medios para descubrir en sus mercados las actividades de venta en corto para

poder intervenir en el caso de que haya una sospecha de abuso de mercado. Lo mismo es también cierto para el caso de alteraciones severas del mercado en tiempos de crisis. Pero para conseguir la ventaja de tener un regulador informado, tanto respecto del abuso del mercado como de la estabilidad del mercado, no se necesita un sistema de comunicación al público, puede obtenerse igualmente requiriendo a los *traders* que comuniquen sus posiciones cortas en forma secreta, es decir, sólo al regulador. La comunicación secreta suministra al regulador la información que necesita y no tiene los mencionados peligros de la comunicación pública.

La FSA finalmente adoptó la regla de comunicación pública (posiciones superiores al 0,5%) y notificación al regulador (posiciones superiores al 0,2%), poniendo las bases de un sistema discrecional de intervención regulatoria en vez de implantar un sistema de intervención automática. Este sistema de comunicación pública y notificación tiene los efectos no queridos de reducir la actividad de ventas en corto beneficiosas o de animar ventas en corto correlativas. En todo caso, es razonable que la FSA tenga los medios necesarios para controlar la actividad de venta en corto en los mercados del Reino Unido, pero este objetivo se podría conseguir mediante un régimen de comunicación secreta al regulador, como se propuso para menores niveles de interés en corto en el documento de consulta del Committee of European Securities Regulators (CESR). Dadas las diversas incertidumbres sobre los efectos de la transparencia para el mercado de las posiciones cortas individuales, un régimen de comunicación pública de las ventas en corto parece una aproximación arriesgada para el momento actual.

También es criticable este sistema de comunicación pública ampliada adoptado en el Reino Unido. La mayor transparencia del mercado puede reducir la actividad de la venta en corto pero también estimula las conductas estratégicas y reacciones en manada. Ambos efectos interfieren en el descubrimiento eficiente de precios. En cambio este objetivo de tener bien informada al Regulador para que pueda actuar en circunstancias extraordinarias y especialmente respecto de las manipulaciones del mercado y en los mercados en peligro, también podría conseguirse con un régimen de comunicación privada al Regulador de la adopción de posiciones cortas de importancia.

1.4. La aproximación regional europea

La aproximación paneuropea a la regulación de la venta en corto fue propuesta por el Committee of European Securities Regulators (CESR)²⁵⁶ en un informe de consulta (CESR, 2009).

Mientras que se ha mantenido que IOSCO debería corregir su informe sobre la comunicación de las posiciones cortas para introducir unos estándares serios y exigentes de información y comunicación de posiciones cortas, estos objetivos en cambio sí que se estiman conseguidos por el CESR, que ha establecido unos requisitos de comunicación de las posiciones cortas que maximalizan la utilidad de la información sobre posiciones cortas, que seguramente aumentarían la efectividad de la regulación global de las ventas en corto y minimizarían el riesgo de una intervención arbitral regulatoria.²⁵⁷ Sin embargo, también la propuesta de comunicación del CESR ha causado preocupación por sus efectos en la liquidez.²⁵⁸

1.4.1. Problemas de la normativa europea sobre mercados e instrumentos financieros

La actual crisis financiera ha puesto de manifiesto la fragilidad de los mercados financieros. En el foro del G20, se han hecho esfuerzos para encontrar los puntos débiles y reaccionar contra ellos. La última consecuencia de este proceso es que los que en ellos están envueltos tienen la firme voluntad de crear una regulación uniforme internacional. Dentro de este esfuerzo generalizado por llegar a una regulación global de los mercados financieros, los intentos de la UE han dado hasta ahora escasos resultados.

El Proceso Lamfalussy²⁵⁹ busca la plena armonización de las normas nacionales, pero sin llamarla de esta forma. La plena armonización debería ser asumida mediante la

²⁵⁶ ESMA sustituyó al CESR como Autoridad Regulatoria Europea en enero de 2011.

²⁵⁷ ZLOTNIKOVA, E.: "The global dilemma in short selling regulation: IOSCO'S information disclosure proposals and the potential for regulatory arbitrage". *Brook. J INT'L L.* [Vol. 35:3]. 2010.

²⁵⁸ GREEN, P. y JENNINGS-MARE, J.: "The Long and Short of it". *Int'l Fin. L. Rev.* April 2010.

²⁵⁹ El proceso Lamfalussy se utiliza en la Unión Europea para el desarrollo legislativo de los servicios financieros (valores, banca y seguros). Debe su nombre al presidente del comité asesor que lo creó, en marzo del 2001, Alexandre Lamfalussy, y está constituido por cuatro niveles, cada uno de ellos centrado en un estadio específico de la creación e implementación de la legislación financiera.

Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros, la Directiva de Abuso de Mercado, la Directiva de Prospectus y la Directiva de Transparencia.

Este proceso también debería tener en cuenta la competencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea para definir en su jurisprudencia los confusos términos legales que incorporan estas normas, aunque tampoco está claro que el Tribunal de Justicia tenga que determinar el nivel de armonización de un instrumento cuando éste se deja poco definido. Esto se aplica a otra cuestión importante: la extensión con que los órganos jurisdiccionales de cada Estado miembro pueden concretar las cuestiones que quedaron abiertas, como puede ser el deber de asesoramiento post contractual, cuestión particularmente candente tras la crisis bancaria.

En España la Ley 47/2007, de 19 de noviembre, modifica la Ley 24/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores, para incorporar al ordenamiento jurídico español tres directivas europeas: la Directiva 2004/39/CE 1, la Directiva 2006/73/CE 2 y la Directiva 2006/49/CE 3, si bien, finalmente, solo completa la transposición de la primera de estas, dejando buena parte de las dos restantes para el posterior desarrollo reglamentario. La Directiva 2004/39/CE y la Directiva 2006/73/CE componen, junto con el Reglamento (CE) 1287/2006 5, de directa aplicación desde su entrada en vigor el 1 de noviembre de 2007, la normativa comunitaria conocida coloquialmente como

En el primer nivel, se encuentran las Directivas y Reglamentos del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los que ESMA puede, ocasionalmente, ser requerida para prestar asistencia técnica a la CE.

El segundo nivel está formado por las Directivas y Reglamentos emitidos por la Comisión Europea. En este nivel, ESMA tiene un importante papel que consiste en la redacción de los proyectos de normas técnicas (*draft technical standards*) que luego la CE adoptará como normas en forma de Reglamentos o Decisiones. Estas normas técnicas pueden ser de regulación o de implementación. Las normas técnicas de regulación se refieren al contenido o requisitos sustantivos de la legislación, mientras que las normas técnicas de implementación son medidas de ejecución de tales requisitos sustantivos lo que puede incluir formularios, modelos y procedimientos en general.

En el tercer nivel, ESMA emitirá guías y recomendaciones para lograr unas prácticas de supervisión consistentes, eficientes y efectivas y asegurar la aplicación uniforme del derecho de valores en la Unión Europea. Estas guías, si bien no son obligatorias, las autoridades competentes deberán hacer los esfuerzos oportunos para alcanzar su cumplimiento o explicar la razón de su incumplimiento y, asimismo los participantes en los mercados podrán ser requeridos para informar públicamente acerca de su cumplimiento.

En el cuarto nivel, el objetivo es el cumplimiento consistente de la legislación de la UE y de ESMA, para lo cual ESMA puede –por iniciativa propia o tras ser requerida para ello– comenzar una investigación sobre la que emitirá una recomendación a la Autoridad Competente nacional pertinente en el plazo de dos meses desde que empezó la investigación.

Este sistema pretende lograr interpretaciones más consistentes de la legislación comunitaria, mayor convergencia en las prácticas supervisoras nacionales, y calidad técnica en la legislación de servicios financieros. www.cnmv.es/Portal/Aldia/ActInternacional/ActInterLanfalussy.aspx

MIFID 6, que pretende crear un marco jurídico único armonizado en toda la Unión Europea para los mercados de instrumentos financieros y la prestación de servicios de inversión.²⁶⁰

Algunos mantienen que los Estados son competentes para legislar sobre las cuestiones particulares que no son expresamente tratadas en las mencionadas normas europeas. Según otros, el recurso al derecho nacional estaría excluido en los casos de armonización máxima y plena. Contra esta opinión está el hecho de que los mercados en la Directiva de Instrumentos Financieros expresamente excluye el derecho civil de su ámbito de aplicación. Según una postura intermedia, ha de asumirse que las Directivas aprobadas dentro del marco del Proceso Lamfalussy tienen naturaleza de derecho regulatorio, por lo que subsiste el derecho civil nacional cuyas disposiciones resultan de aplicación.

El Tribunal de Justicia tienen el deber de interpretar el derecho europeo con independencia de las disposiciones nacionales, y los tribunales nacionales el de interpretar las disposiciones nacionales de acuerdo con las Directivas de la Unión Europea, sin embargo los tribunales nacionales incumplen regularmente su deber de plantear cuestiones de derecho europeo ante el Tribunal de Justicia. Como consecuencia de todo ello, para algunos, la normativa europea de mercados de capitales es bastante incompleta e incapaz de ninguna aproximación sistemática.

Está más allá de cualquier controversia que la normativa de los mercados de capitales tiene un perfil interdisciplinario de derecho administrativo, civil y penal. También es bien conocido que cada uno de estos campos del derecho tienen diferentes metodológicas. Amplias áreas del derecho de mercados de capitales están compuestas de normativa administrativa no obligatoria que proviene de las autoridades europeas de supervisión financiera, o de normas establecidas por organizaciones privadas como la International Financial Reporting Standards (IFRS)²⁶¹, donde no pueden ser transferidos

²⁶⁰ Hasta la aprobación de la Directiva 2004/39/CE sobre los mercados de instrumentos financieros, no existían en toda Europa una formulación legal de las características que debería reunir un mercado financiero. DAIGRE, J.J. (2006): "Evolution de la notion de marché financier". *Liber amicorum Jacques Malherbe*. Bruxelles: Bruylant. P. 233-248

²⁶¹ La IFRS Foundation es una organización independiente sin ánimo de lucro, que trabaja por interés público, y cuyo objetivo primario es desarrollar un conjunto único de Financial Reporting Standards

directamente los métodos de interpretación de las normas propios del derecho civil. Es más, es muy discutible que los instrumentos normativos privados tengan fuerza obligatoria y hasta donde, también es problemático determinar cómo se relaciona esta normativa con la normativa del Estado.

Desde el punto de vista de la aplicación de las normas penales, la cooperación entre los reguladores de los mercados y las fiscalías está todavía lastrada por el hecho de que éstas carecen de suficiente personal formado en estas cuestiones. En el futuro debe aumentarse la capacidad de los fiscales para perseguir en procedimientos criminales el *insider trading* y manipulación del mercado (en el que se incluyen formas de ventas en corto) de forma que refleje la importancia de estos mercados.

Los últimos cambios en el derecho europeo de competencia dejan claro que junto al derecho administrativo, las acciones civiles ejercidas por los particulares son indispensables para sancionar las violaciones y asegurar una economía de mercado abierta, con libre competencia.

Por otro lado, las estructuras supervisoras de los mercados en Europa no son eficientes. Hay 27 estructuras supervisoras nacionales. Muchas de ellas son demasiado pequeñas para enfrentarse con los *global players* de los mercados financieros, como son por ejemplo las tres grandes agencias de *rating*. Entretanto se intentan crear nuevas estructuras supervisoras europeas y hacer más eficiente la normativa existente. En este contexto es relevante tener en cuenta qué problemas han de ser resueltos, respectivamente, en los ámbitos internacional, europeo y nacional.

Es también necesaria la plena transposición de la normativa europea aún pendiente parcial o totalmente en algunos países.

La crisis financiera ha dejado más claro hasta qué punto son globales los mercados financieros. En este contexto, con demasiada frecuencia, disposiciones del derecho de USA se adoptan ciegamente. Como la interpretación de las directivas europeas a

(IFRS), Criterios de Información Financiera, de calidad, entendibles, aplicables y aceptados globalmente, basados en principios articulados de manera clara.
<http://www.ifrs.org/About-us/Pages/IFRS-Foundation-and-IASB.aspx>

menudo sólo puede funcionar donde el origen de la regla en cuestión es conocido y puede ser comparado con la disposición “madre” y los casos que la aplican es necesario alertar sobre la recepción ciega del derecho americano.²⁶²

Finalmente, y en medio de la crisis financiera, la Unión Europea se dotó de autoridades de regulación de su sistema financiero con una salva de reglamentos y directivas de fecha 24 de noviembre de 2010. La legislación europea privilegia la regulación sectorial para crear una autoridad de vigilancia en cada uno de los tres sectores que forman los servicios financieros, según los concibe: la Autoridad Bancaria Europea (ABE) para las actividades bancarias, la Autoridad Europea de seguros y pensiones profesionales (AEAPP) para los seguros, y la Autoridad Europea de Mercados Financieros (AEMF) para los mercados financieros. Todo el dispositivo es apoyado por el Comité Europeo de Riesgo Sistémico (CERS), que se distingue de las autoridades precedentes por su vocación transectorial, de anticipación y lucha contra la crisis que afecten a la totalidad del sistema financiero. Este modelo europeo de regulación financiera se presenta como un organismo híbrido, en desarrollo, muy poco dividido e increíblemente complejo. Esta complejidad no procede solo de las dificultades y asperezas de la materia financiera a regular. Resulta también de la voluntad de los Estados miembros de transferir con parsimonia las competencias necesarias a las autoridades de regulación y, por tanto, de mantener la posibilidad de actuar sobre una materia muy sensible económica y políticamente. La construcción está sin acabar y requerirá en el futuro, si no la transferencia total, al menos, mayor transferencia de competencias. La cooperación puede que no sea suficiente, el modelo debe ser perfeccionado.²⁶³

1.4.2. Actuación de la Unión Europea tras la crisis de 2008

Tras el inicio de la crisis de 2008, la Comisión Europea realizó una serie de trabajos con vistas a la eventual preparación de una normativa destinada a las posiciones cortas o ventas a corto y también a los conocidos como CDS (*Credit Default Swaps*)²⁶⁴.

²⁶² M.J.MOLLERS, T.: “Investor Protection in the System of Capital Markets Law: Legal Foundations and Outlook”. *N.C.J. Int'l L. & Com.* 84 2010-2011.

²⁶³ BOUJEKA, A. (2012): “Vers un modèle de régulation des marchés financiers dans l'Union européenne?”. *Recueil Dalloz.*- n. 21. P. 1355-1361

²⁶⁴ Un CDS es un contrato en el que el comprador paga una cantidad (similar a la prima de un seguro) y el vendedor se compromete a hacer un determinado pago para el caso de que se produzca un cierto acontecimiento, como puede ser el impago de un bono. Así, si un inversor ha comprado bonos y piensa

El problema planteado en el ámbito de la Unión Europea era que las autoridades supervisoras nacionales constataron que las ventas en corto creaban una considerable inestabilidad financiera que agravó la espiral descendente de los precios de las acciones de las sociedades cotizadas y, en particular, de los bancos y otras entidades financieras, y tanto en Europa como en los EE.UU y Japón las autoridades de supervisión de los mercados financieros han venido adoptando medidas para restringir o prohibir las ventas en corto cuando pudieran causar riesgos sistémicos.

La evolución de los mercados durante la crisis ha estimulado en los últimos años a casi todos los supervisores de los mercados de los países desarrollados a la adopción de medidas favorecedoras de una mayor transparencia de este tipo de operaciones y estrategias inversoras o, incluso, su restricción o prohibición en determinados supuestos. Puede decirse que incluso se ha alcanzado un consenso general sobre la imposición de normas en relación con las ventas en corto y los instrumentos financieros derivados con similar finalidad, que tendría un impacto en aspectos como la volatilidad o liquidez de los mercados, que en el marco de la Unión Europea no debería quedar circunscrito a los mercados nacionales, sino que debía ser de general aplicación a los mercados financieros europeos.²⁶⁵ Al mismo tiempo, el diferente comportamiento de algunos mercados nacionales dentro de la UE, como los mercados de deuda soberana, aconsejan conceder cierta flexibilidad a los Estados Miembros en el manejo de situaciones concretas que afecten a dichos mercados de manera individual.

Las medidas adoptadas por los Estados comunitarios carecieron de un notable grado de coordinación y coherencia que limitó su eficacia para conjurar los riesgos sistémicos y, en definitiva, para proteger al conjunto de consumidores e inversores en los mercados financieros.

que el emisor de éstos no podrá pagarlos, mediante la compra de CDSs cubrirá su posible pérdida. De forma que el CDS transfiere los riesgos entre los participantes en el mercado.

²⁶⁵ ARENILLAS LORENTE, C.: “Vender lo que no se tiene. Imperfecciones del mercado, préstamo de valores y short selling”. *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2010)*.

1.4.3. El Reglamento (UE) Núm. 236/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de Marzo de 2012, sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago

1.4.3.1. Finalidad

El Reglamento es una consecuencia de los problemas experimentados por los Estados de la Unión Europea a los que acabamos de hacer referencia, así como de una serie de iniciativas de ámbito supranacional y comunitario, entre las que destacan los informes de IOSCO y del Committee of European Securities Regulators (CESR)^{266 267}

La elección como instrumento normativo de un Reglamento responde a la necesidad de garantizar que se aplican de manera uniforme en toda la Unión Europea las disposiciones que imponen directamente a los operadores del sector privado obligaciones de transparencia y restricciones operativas. La misma exigencia de uniformidad ha llevado a conferir las competencias de aplicación de este Reglamento a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, en sus singlas en inglés).^{268 269}

El Reglamento entró en vigor el 1 de noviembre de 2012,²⁷⁰ y ha sido complementada por regulaciones delegadas de la Comisión Europea, en la que se especifican ciertos elementos técnicos de la regulación, para asegurar su aplicación homogénea y para facilitar su ejecución.

²⁶⁶ En marzo de 2010, siguiendo la adopción de medidas de regulación de las ventas en corto por varias autoridades nacionales de la Unión Europea, el CESR emitió un informe sobre un régimen general que sirviera para armonizar los requisitos de información impuestos a los participantes en los mercados de valores europeos. Este régimen debería basarse en una mayor transparencia de ese tipo de operaciones, y en reconocer a los Estados miembros determinados poderes para establecer dentro de sus mercados de valores medidas transitorias en situaciones excepcionales. El informe carecía de valor normativo, pero varios Estados, entre ellas España mediante el Acuerdo de la CNMV de 27 de mayo de 2010, adoptaron disposiciones internas siguiendo los principios recogidos en el Informe de CESR y a sus medidas de desarrollo de mayo de 2010.

²⁶⁷ ESMA sustituyó al CESR como Autoridad Regulatoria Europea en enero de 2011.

²⁶⁸ ESMA es una autoridad independiente de la Unión Europea, creada el 1 de enero de 2011, y que trabaja en coordinación con la las Autoridades Supervisoras Europeas para la Banca (EBA), los seguros y pensiones ocupacionales (EIOPA), y la European Systemic Risk Board (ESRB). La misión de ESMA es mejorar la protección de los inversores y promover la estabilidad y el buen funcionamiento de los mercados financieros de la Unión Europea. Como institución independiente, ESMA persigue estos objetivos mediante la creación de un único sistema de gobierno para los mercados financieros de la Unión Europea y asegurando su aplicación homogénea en toda la Unión. ESMA contribuye a la regulación de las entidades que presten servicios financieros con un alcance pan-europeo, ya sea mediante la supervisión directa o a través de la coordinación activa de la actividad nacional supervisora.

²⁶⁹ TAPIA HERMIDA, A.: "Regulación comunitaria de las ventas en corto y permutas de cobertura por impago: el Reglamento (UE) núm. 236/2012". *RDBB* núm. 126 / Abril-Junio 2012.

²⁷⁰ <http://www.esma.europa.eu/>

Los objetivos de la esta regulación son aumentar la transparencia de las posiciones cortas de los inversores en “ciertos valores de la UE”, reducir los descubiertos y otros riesgos vinculados con posiciones descubiertas o no cubiertas, y crear una estructura armonizada para la acción coordinada en un nivel europeo.

Tras la aprobación del Reglamento la estructura normativa de la Unión Europea sobre ventas en corto, se compone de las siguientes disposiciones:

a) Regulación (EU) N° 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de marzo de 2012 sobre venta en corto y determinados aspectos de los CDS que entró en vigor el 1 de noviembre de 2012 (conocida como “La Regulación”).

b) Regulación Delegada de la Comisión (EU) N° 826/2012 de 29 de junio de 2012 complementando la Regulación (UE) No 236/2012, estableciendo estándares técnicos sobre requerimientos de notificación y comunicación de posiciones cortas netas, los detalles de la información que ha de ser suministrada a ESMA respecto de las posiciones cortas netas y el método de cálculo de los beneficios para determinar la exención.

c) Implementación de la Regulación por la Comisión (UE) N° 827/2012 de 29 de junio de 2012, estableciendo estándares técnicos de implementación respecto de los medios de comunicación pública de las posiciones cortas netas sobre acciones, el formato de la información que debe ser suministrada a ESMA respecto de posiciones cortas netas, tipos de acuerdos, acuerdos y medidas para asegurar adecuadamente que las acciones o los instrumentos de deuda soberana están disponibles para cumplir con la obligación de entrega y las fechas y el periodo para la determinación del lugar principal para el ejercicio de una acción de acuerdo con la Regulación (UE) N° 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de marzo de 2012, sobre venta en corto y determinados aspectos de los CDS.

d) Regulación Delegada de la Comisión (UE) N° 918/2012 de 5 de julio de 2012 complementando la regulación (UE) N° 236/2012 del Parlamento Europeo y del

Consejo de 14 de marzo de 2012 sobre venta en corto y determinados aspectos de los CDS, respecto de las definiciones, el cálculo de posiciones cortas netas, CDS soberanos cubiertos, umbrales de notificación, umbrales de liquidez para la suspensión de restricciones, caídas significativas en el valor de instrumentos financieros, y acontecimientos adversos.

e) Regulación Delegada de la Comisión (UE) N° 919/2012 de 5 de julio de 2012 complementando la regulación (UE) N° 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de marzo de 2012 sobre venta en corto y determinados aspectos de los CDS, sobre los estándares técnicos regulatorios para el método de cálculo de la caída del valor de las acciones liquidas y otros instrumentos financieros.

1.4.3.2. Ámbito de aplicación

El Reglamento se refiere a ventas en corto de acciones y de instrumentos de deuda soberana y a la toma de posiciones sobre CDS soberanos. Pretende acabar con los riesgos que la crisis económica y financiera ha puesto de manifiesto, manteniendo al mismo tiempo las aportaciones de la venta en corto para conseguir mercados eficientes y de calidad.

Las recientes evoluciones de los mercados, su inestabilidad, y, en particular, la prolongada crisis de la deuda soberana en los países periféricos de la UE justifica para el legislador comunitario que en este Reglamento el régimen de las posiciones cortas tradicionalmente referido a valores de renta variable se extienda a los valores de deuda pública, con ciertos matices. Por ser el objeto de nuestro trabajo, nos referiremos principalmente al régimen de los valores de renta variable.

El Reglamento regula el tratamiento de posiciones cortas netas y ventas en corto descubiertas respecto de acciones emitidas por sociedades cuyas acciones estén admitidas a cotización en una plataforma de negociación. Para ello incluye en la definición de plataforma de negociación a mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación, tal y como unos y otros se definen en la Directiva MiFID;

“art.2.1. A efectos del presente Reglamento, se entenderá por:

(...)

b) «venta en corto»: en relación con una acción o un instrumento de deuda, toda venta de los mismos sin que el vendedor los posea en el momento de cerrar el contrato de venta, incluso en el caso de que, en el momento de cerrar el contrato de venta, el vendedor haya tomado en préstamo, o acordado tomar en préstamo, la acción o el instrumento de deuda para su entrega en la fecha de liquidación. En esta definición no se incluyen:

i) la venta por una de las partes en el marco de un pacto de recompra en virtud del cual una de las partes haya acordado vender a la otra un valor a un precio especificado con el compromiso de la otra parte de volver a vender el valor en una fecha posterior y a otro precio especificado, ni

ii) la transmisión de valores en el marco de un acuerdo de préstamo de valores, ni

iii) la celebración de un contrato de futuros u otro contrato de derivados en virtud del cual se acuerde vender valores a un precio especificado en una fecha futura;

(...)

l) «plataforma de negociación»: un mercado regulado tal como se define en el art. 4, apartado 1, punto 14, de la Decisión 2004/39/CE o un sistema multilateral de negociación tal como se define en el art. 4, apartado 1, punto 15, de la Directiva 2004/39/CE; m) «plataforma principal»: en relación con una acción, la plataforma de negociación de esa acción en la que el efectivo negociado es más elevado;(…)»

Cuando las acciones de una sociedad estén admitidas a cotización en más de una plataforma de negociación no son aplicables las obligaciones de notificación o publicación ni las restricciones a las ventas en corto descubiertas de acciones si la plataforma principal de negociación, aquella en la que se encuentre el efectivo negociado más elevado, esté situada en un país que no pertenece a la UE. En todo caso, es irrelevante que la operación que da lugar a la posición larga o corta se haya hecho o no dentro de la plataforma de negociación. La autoridad competente determinará cada dos años si la plataforma principal de negociación continúa situada en un tercer país y publicará una lista incluyendo esa información.

Los porcentajes establecidos en el Reglamento a efectos de las obligaciones de transparencia se calculan sobre el total de capital emitido, incluyendo el capital ordinario y cualquier otra clase de acciones.

Como consecuencia, las obligaciones de transparencia que establece el Reglamento son aplicables a: (1) las posiciones cortas netas en relación con el capital de sociedades cuyas acciones están admitidas a negociación en una plataforma de negociación; y (2) a las posiciones cortas netas respecto de la deuda soberana emitida por un emisor soberano.

Además, las restricciones que establece el Reglamento se aplican a: (1) las ventas en corto descubiertas sobre el capital de sociedades cuyas acciones estén admitidas a negociación en una plataforma de negociación; (2) las ventas en corto descubiertas de deuda soberana; (3) y a operaciones con CDS en deuda soberana descubiertos.

1.4.3.3. Posiciones cortas y largas

Es una posición corta neta la resultante de deducir de una posición corta, la posición larga que el mismo operador mantenga en el valor de que se trate (art.3.1):

“1. A efectos del presente Reglamento, se considerará posición corta en relación con el capital en acciones emitido de una sociedad o con la deuda soberana emitida de un emisor soberano la posición resultante de cualquiera de los siguientes supuestos:

a) la venta en corto de acciones emitidas por la sociedad o de instrumentos de deuda emitidos por un emisor soberano;

b) la realización de una operación que crea un instrumento financiero o se refiere a un instrumento financiero distinto de los contemplados en la letra a), cuando el efecto o uno de los efectos sea conferir una ventaja financiera a la persona física o jurídica que realice dicha operación en caso de que disminuya el precio o valor de la acción o del instrumento de deuda...”

Son posiciones largas (art.3.2) la tenencia de acciones o instrumentos de deuda o cualquier otra operación que confiera una ventaja financiera a la persona que realice la operación en caso de que aumente el precio o valor de la acción o instrumento de deuda; opciones, warrants, futuros, contratos por diferencias, swaps, entre otras, con independencia de que las operaciones se liquiden en efectivo o en especie.

Pero son posiciones cortas las ventas en corto de acciones o instrumentos de deuda o cualquier otra operación que confiera una ventaja financiera a la persona que realice la operación en caso de que disminuya el precio o valor de la acción o instrumento de deuda. A estos efectos, se considera venta en corto de acciones o instrumentos de deuda toda aquella en la que el vendedor, en el momento de la venta, no tenga los valores en cuestión, incluso en el caso de que, al cerrar el contrato de venta, ya haya tomado los valores en préstamo, o acordado hacerlo para su entrega en fecha de liquidación.

El cálculo de la posición corta neta sobre capital de sociedades cuyas acciones están admitidas a negociación en una plataforma de negociación, toma en cuenta las posiciones largas y cortas que se mantengan de forma indirecta, incluso a través de índices, cestas de valores o intereses en fondos de inversiones o entidades similares. A estos efectos se tiene en cuenta la ponderación del valor correspondiente en el índice, cesta, fondo o entidad. Esta previsión complica el cálculo de las posiciones cortas netas especialmente cuando el gestor del índice, cesta o fondo es un tercero, por ello el Reglamento simplemente requiere una actuación razonable del obligado teniendo en cuenta la información a disposición del público sobre la composición del índice, cesta de valores o del fondo en cuestión, y no habrá obligación de obtener de otra persona, por ejemplo el gestor de un fondo, información en tiempo real sobre dicha composición (art.3.3).

1.4.3.4. Venta en corto descubierta

El Reglamento no define la venta en corto descubierta pero sí que establece los únicos supuestos en que podrán realizarse las ventas en corto de acciones y deuda soberana (art.12), con lo que implícitamente define la venta en corto descubierta:

a) cuando alguien haya tomado en préstamo la acción o el instrumento de deuda o haya tomado posiciones que produzcan efectos jurídicos similares;

b) cuando haya celebrado un acuerdo para tomar en préstamo la acción o instrumento de deuda o tenga una pretensión absolutamente ejecutoria a que se le transfiera la propiedad de los valores correspondientes;

c) cuando tenga un pacto con un tercero en virtud del cual este último haya confirmado que la acción o el instrumento de deuda ha sido localizada y haya adoptado medidas frente a otros terceros para garantizar una expectativa razonable de que la liquidación podrá efectuarse en la fecha de vencimiento.

Las operaciones que no cumplan con estas condiciones quedan sujetas a la prohibición a la que nos referiremos después.

1.4.3.5. Requisitos de transparencia de las posiciones cortas netas

Salvo en situaciones excepcionales en las que estén vigentes las medidas especiales a que se hace referencia más adelante, la única consecuencia de mantener posiciones cortas netas cubiertas en acciones de sociedades cotizadas (o en deuda soberana, o posiciones en CDS en deuda soberana cubiertas) es la obligación de notificarlas a la autoridad competente cuando se alcance un determinado límite para que se hagan públicas en el mercado en determinados supuestos.

De esta manera, de acuerdo con los arts.5 y 6, toda persona física o jurídica que mantenga una posición corta neta en relación con el capital de una sociedad cuyas acciones estén admitidas a negociación en una plataforma de negociación:

- 1) informará a la autoridad competente siempre que la posición alcance el umbral de notificación o descienda por debajo del mismo ó
- 2) publicará los detalles de esa posición siempre que la posición alcance el umbral de publicación o descienda por debajo del mismo.

Las obligaciones de transparencia se aplican a cualquier persona física o jurídica, con independencia de que esté domiciliada dentro de la UE o en un tercer país (art.10).

En el Reglamento no se regulan las situaciones especiales como podrían ser las de entidades gestoras o grupos de sociedades en las que puede existir una unidad de

decisión que justificaría agregar las posiciones y por tanto su notificación conjunta. En este tipo de supuestos corresponderá a la Comisión determinar las normas aplicables.

El Reglamento adopta un sistema de doble nivel para que nazca la obligación de comunicar las posiciones cortas netas significativas, estableciendo distintos umbrales para que se deban hacer las comunicaciones:

Primero se encuentra el umbral de notificación igual al 0,2%. Cuando se alcanza este umbral o se desciende por debajo del mismo, las posiciones netas deben notificarse a las autoridades reguladoras. También debe notificarse cada incremento del 0,1% por encima de dicho porcentaje.

El segundo de los umbrales se sitúa en un porcentaje igual al 0,5%, o la reducción por debajo del mismo. Da lugar a la publicación de la posición alcanzada para que los demás partícipes del mercado tengan conocimiento de las posiciones cortas individuales de carácter significativo respecto a determinados valores. Del mismo modo que en el caso anterior, los aumentos del 0,1% darán lugar a nuevas publicaciones.

En cuanto al método de notificación y publicación, las notificaciones o publicaciones que corresponda realizar deberán especificar al menos la identidad de la persona o entidad que mantenga la posición, el importe, emisor de que se trate y la fecha en que el umbral relevante se haya alcanzado o superado, ya sea por reducción o por aumento de la posición corta neta.

La hora para el cálculo de la posición corta neta será la medianoche, debiendo la notificación o publicación efectuarse no más tarde de las 15:30 horas del siguiente día de negociación. Si bien la notificación debe hacerse de tal modo que se asegure su confidencialidad, la publicación de las posiciones cortas netas que corresponda se realizará de manera que se garantice un acceso rápido y sin discriminaciones a la información, y a través de un sitio web gestionado o supervisado por la autoridad competente.

Por último, se deberán conservar durante cinco años la información sobre las posiciones cortas netas que haya sido comunicada.

1.4.3.6. Restricciones a las ventas en corto descubiertas

El Reglamento prohíbe determinadas operaciones por ser supuestos que merecen un mayor nivel de protección.

1) Se restringen las ventas en corto descubiertas de acciones o deuda soberana, por tratarse de supuestos en los que aumenta el riesgo potencial de fallo en la liquidación y de volatilidad del mercado.

2) También restringen los CDS en deuda soberana descubiertos, porque este tipo de productos deben basarse en el principio de interés asegurable, que si no existe convierte al instrumento en una amenaza para la estabilidad de los mercados de deuda.

No será aplicable la prohibición a ventas en corto descubiertas de deuda soberana cuando la operación sirva para cubrir una posición larga en instrumentos de deuda de un emisor cuyo precio tenga una alta correlación con el precio de deuda soberana.

En determinados supuestos, la autoridad competente podrá suspender temporalmente la prohibición a las ventas en corto descubiertas en deuda soberana, por un período que no podrá ser superior a seis meses prorrogable seis meses adicionales; o a los CDS en deuda soberana descubiertos por un período que no podrá ser superior a doce meses, prorrogable seis meses adicionales.

1.4.3.7. Exenciones

Los requisitos de transparencia y las restricciones que establece el Reglamento no se aplican a las operaciones realizadas en actividades de creación de mercado (art.17).

La exención está justificada (Considerando 26) porque el legislador comunitario entiende que las actividades de creación de mercado desempeñan un papel fundamental proporcionando liquidez a los mercados de la Unión, y para desarrollar esta función los creadores de mercado necesitan adoptar posiciones cortas. Imponer requisitos a tales actividades podría mermar gravemente su capacidad de proporcionar liquidez y producir repercusiones adversas sobre la eficiencia de los mercados de la Unión. Por otra parte, normalmente los creadores de mercado no adoptarán posiciones cortas significativas, salvo durante breves lapsos de tiempo. Por tanto, para el legislador comunitario, las

personas físicas o jurídicas que realicen tales actividades deben quedar exentas de los requisitos que puedan dañar su capacidad de desarrollar esa función y, en consecuencia, afectar adversamente a los mercados de la Unión. Para que dichos requisitos alcancen a entidades equivalentes de terceros países, es necesario un procedimiento destinado a evaluar la equivalencia de los mercados de esos países. La exención debe aplicarse a los diferentes tipos de actividad de creación de mercado, pero no a la negociación por cuenta propia. Asimismo, se eximen ciertas operaciones del mercado primario, como las relacionadas con deuda soberana y procesos de estabilización, ya que son actividades importantes que contribuyen al eficiente funcionamiento de los mercados. La utilización de exenciones debe notificarse a las autoridades competentes y estas deben poder prohibir a las personas físicas o jurídicas que se acojan a una exención cuando no satisfagan los criterios pertinentes al respecto. Las autoridades competentes deben también poder requerir información a las personas físicas o jurídicas a efectos de vigilar el uso de la exención.

El Reglamento define como actividades de creación de mercado (art.2.1.k):

“k) “actividades de creación de mercado”: las actividades de las empresas de inversión, las entidades de crédito, las entidades de terceros países o una de las empresas contempladas en el art.2, apartado 1, letra l), de la Directiva 2004/39/CE que sean miembros de una plataforma de negociación o de un mercado de un tercer país cuyo marco jurídico y de supervisión la Comisión haya declarado equivalente de conformidad con el art. 17, apartado 2, si actúan como principal en relación con un instrumento financiero, negociado dentro o fuera de una plataforma de negociación, en cualquiera de las siguientes formas:

- i) anunciando simultáneamente cotizaciones firmes de compra y venta de magnitud comparable y en condiciones competitivas, proporcionando así de forma regular y permanente liquidez al mercado,*
- ii) en el marco de su actividad habitual, ejecutando órdenes iniciadas por clientes o en respuesta a solicitudes de compraventa procedentes de clientes,*
- iii) cubriendo las posiciones resultantes de la ejecución de las actividades a que se refieren los incisos i) y ii);...”*

Tampoco son aplicables los requisitos de transparencia y las restricciones a las entidades que actúen como operadores primarios autorizados, y hayan firmado un contrato por el que se hayan comprometido a actuar como principal en conexión con las operaciones del mercado primario y secundario relativas a la deuda emitida por ese emisor.

Por último, también desfrutarán de excepción las personas que realicen ventas en corto de un valor o mantengan una posición corta neta en el marco de un proceso de estabilización conforme a lo previsto en el Capítulo III del Reglamento (CE) 2273/2003 de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, por el que se aplica la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros.

Con excepción de las actividades en el marco de procesos de estabilización, en todos los demás casos la exención no se aplica de manera automática. El Reglamento impone a los operadores la obligación de comunicar por escrito a la autoridad competente su intención con una antelación mínima de 30 días naturales a la fecha en que se proponga hacer uso de la exención por primera vez, período en que la autoridad competente podrá prohibir el uso de la exención si considera que la persona física o jurídica no satisface las condiciones.

1.4.3.8. Procedimientos de recompra

Como garantía del buen funcionamiento de los mercados en los que se realizan operaciones de venta en corto, el Reglamento (art.15) regula el procedimiento que las contrapartes centrales de cada uno de los Estados miembros que prestan servicios de compensación de acciones deben llevar a cabo para garantizar la correcta liquidación de las operaciones en aquellos casos en los que los inversores no puedan cumplir por sí mismos con la obligación de liquidación.

Los procedimientos que deben establecerse por las contrapartes centrales deberán suplir estos fines:

- 1) En el supuesto de que una persona física o jurídica que venda acciones no pueda entregarlas para liquidación en los cuatro días hábiles siguientes al día en que deba

efectuarse la liquidación, se pondrán en marcha automáticamente procedimientos de recompra de las acciones a fin de garantizar la entrega para liquidación;

2) Si no es posible la recompra de las acciones para su entrega, se abonará al comprador un importe basado en el valor de las acciones a entregar en la fecha de entrega más un importe correspondiente a las pérdidas soportadas por el comprador como consecuencia del incumplimiento de la liquidación;

3) La persona física o jurídica que ha incumplido con la obligación de liquidación deberá reembolsar los gastos derivados de lo descrito anteriormente.

4) La persona física o jurídica que ha incumplido con la obligación de liquidación se le impondrá un pago diario en concepto de sanción mientras continúe el incumplimiento.

1.4.3.9. Poderes de intervención de las autoridades nacionales

El Reglamento dispone que las autoridades nacionales, ante determinadas situaciones de inestabilidad de los mercados que puedan deteriorar la confianza de los inversores, puedan aplicar de manera provisional normas más restrictivas a las que ya prevé el Reglamento.

Diferencia dos categorías de situaciones distintas, y establece el régimen de actuación en estos escenarios de la AEVM (Autoridad Europea de Valores y Mercados, en castellano).

1) Medidas en situaciones de mercado excepcionales.

Los arts.18 a 21 definen las situaciones de mercado excepcionales como hechos o circunstancias adversos que constituyen una seria amenaza para la estabilidad financiera o la confianza del mercado en el Estado miembro en cuestión o en otro u otros Estados miembros. Ante estas situaciones excepcionales la actuación de la autoridad local competente a la hora de adoptar alguna de las medidas disponibles debe estar basada en un criterio de equilibrio, que consiste en que la medida sea necesaria para hacer frente a la amenaza y que no tenga un efecto perjudicial sobre la eficiencia de los mercados financieros que resulte desproporcionado con respecto a las ventajas de la medida.

Las medidas concretas a disposición de la autoridad local competente son:

a) medidas de transparencia adicionales, consistentes en imponer a las personas físicas o jurídicas que mantengan posiciones cortas netas en un instrumento financiero específico o una clase de instrumentos financieros, que notifiquen o publiquen los detalles de la posición cuando ésta alcance el umbral de notificación fijado por la autoridad competente o descienda por debajo de dicho umbral;

b) requerir a las personas físicas y jurídicas que intervienen en el préstamo de un instrumento financiero específico o de una clase de instrumentos financieros que notifiquen cualquier cambio significativo en las primas exigidas para efectuar el préstamo;

c) medidas restrictivas adicionales: (1) prohibir a personas físicas o jurídicas que realicen ventas en corto u operaciones distintas de ventas en corto cuyo efecto o uno de sus efectos sea conferir una ventaja financiera a la persona física o jurídica en caso de que disminuya el precio o valor de otro instrumento financiero; (2) limitar la posibilidad de que personas físicas o jurídicas realicen operaciones con CDS en deuda soberana, o limitar el valor de los CDS en deuda soberana descubiertos que puedan abrir las personas físicas y jurídicas.

Las medidas posibles en situaciones excepcionales pueden afectar a cualquier instrumento financiero, a uno, a los de una categoría específica, o incluso a todos ellos, y no únicamente a los que se encuentren en el ámbito de aplicación del Reglamento en situaciones ordinarias descritas, siempre que responda al criterio de equilibrio.

Las medidas en situaciones excepcionales tendrán un período inicial de vigencia no superior a tres meses, prorrogable por periodos no superiores a tres meses si se mantienen las razones que justificaron su adopción.

2) Medidas en situación de caída de valor del instrumento.

Las circunstancias excepcionales están referidas a situaciones coyunturales de aplicación general en el mercado. Las medidas que se prevén para estos casos pueden afectar a todos o algunos instrumentos financieros o a categorías específicas. Además, el Reglamento prevé situaciones transitorias que afecten a un único valor con independencia de la situación del mercado. Concretamente, regula las situaciones de hundimiento de valor en las que el precio de un instrumento financiero experimenta un

descenso significativo en una plataforma de negociación con respecto al precio de cierre en esa plataforma el día anterior de negociación.

La autoridad competente, tras el correspondiente examen, podrá, por un período que no excederá del día de negociación siguiente a aquel en que concurra la situación de caída de valor:

a) prohibir o restringir la realización por personas físicas o jurídicas de ventas en corto en la mencionada plataforma de negociación, en caso de que se trate de acciones o instrumentos de deuda;

b) limitar las operaciones con ellos en la plataforma a fin de impedir la caída anómala del precio, en el caso de los demás tipos de instrumentos financieros.

La autoridad competente deberá informar a la AEVM de la decisión adoptada en una situación de caída de valor a más tardar dos horas después de concluir el día de negociación en que ésta se ha tomado. Este tipo de medidas en situaciones de caída de valor se asemejan en su naturaleza a los *circuit breakers* estadounidenses.²⁷¹

1.4.3.10. Funciones de ESMA

En general, ESMA o AEVM (en castellano, Autoridad Europea de Valores y Mercados) tiene la potestad de coordinar el sentido y alcance de cualquier medida de emergencia que se proponga por cualquier Autoridad Nacional Competente (NCA, en sus siglas en inglés). El funcionamiento de éste sistema consiste en que la NCA notifica a ESMA su intención de adoptar medidas de emergencia, indicando las razones de la acción que toma y del tipo de medidas que adopta. ESMA dispone de 24 horas para emitir una opinión sobre si considera las medidas apropiadas y proporcionadas para tratar el riesgo de que se trate y también para decir si la duración está justificada. Esta opinión se publicará en la web de ESMA. Si una NCA adopta medidas contra la negativa de la opinión de ESMA deben adoptarlas dentro de las 24 horas de la publicación de la opinión de ESMA. ESMA revisará regularmente las medidas de emergencia adoptadas bajo esta regulación, y al menos cada 3 meses.

²⁷¹ Interruptores. El término se refiere a cualquier medida aplicada en las bolsas en caso de ventas masivas para evitar la venta por pánico. Algunas veces se denomina también "*collar*" (collar).
<http://www.investopedia.com/terms/c/circuitbreaker.asp>

b) Además ESMA tendrá poder de coordinación de las acciones de las NCA, mediante la evaluación de las medidas de emergencia que una de las NCA proponga para su adopción, y para considerar si debería ser extendida a otras jurisdicciones.

c) ESMA tiene también poderes de intervención directa, pero sólo en circunstancias excepcionales. En estos casos, ESMA puede decidir usar sus poderes de intervención directamente y adoptar las siguientes medidas de emergencia: (1) Prohibir o establecer condiciones en una venta en corto o en otro instrumento financiero que otorga una ventaja financiera en caso de que disminuya el valor del otro instrumento financiero (no se aplica a la deuda soberana o CDS soberanos); (2) Para la deuda soberana o los CDS soberanos, en el caso de una emergencia declarada por el Consejo Europeo, ESMA puede adoptar decisiones individuales en las que requiera que adopten decisiones los Estados NCA.

ESMA ha publicado un documento de preguntas y respuestas (Q&A document)²⁷², que clarifica los aspectos técnicos de la implementación práctica de la Regulación. Para facilitar su trabajo y suministrar ayuda útil, ESMA está invitando a los participantes en los mercados para que envíen sus preguntas. De esta manera el documento se actualiza periódicamente con las nuevas preguntas.

²⁷² Disponible en <http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-159.pdf>

CAPÍTULO VII. EL CASO DE ESPAÑA

1. RÉGIMEN JURÍDICO DE LA VENTA EN CORTO EN ESPAÑA

En España han estado prohibidas expresamente las ventas en corto descubiertas (o denudas) desde 1967, no así las ventas en corto ordinarias. En el art.64 del Reglamento de Bolsas de Comercio de 1967, Decreto 1506/1967, de 30 de junio, aún vigente, se establece que: *“En el mercado al contado sólo podrán negociarse por los vendedores los títulos-valores de los que sean propietarios con anterioridad”*.

En interpretación de este artículo, la CNMV ha venido considerando *“ventas en corto descubiertas”* aquellas en las que el vendedor no disponga previamente de los valores que vende, bien sea por medio de una adquisición previa, de un préstamo de valores acordado o formalizado con anterioridad a la venta, o bien del ejercicio previo irrevocable de un derecho de conversión, opción u otro instrumento derivado cuya liquidación sea física. En particular, según la CNMV, una venta justificada en su fecha de liquidación mediante un préstamo de valores registrado en fecha posterior a la de la venta se considerará una venta en corto descubierta, salvo que el vendedor pueda acreditar disponibilidad suficiente de valores de forma previa a la venta.

La sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, (sec. 13ª) en la sentencia de 29-9-2011, nº470/2011²⁷³ entendió que *“...En todo caso no es verdad que el concepto de "venta en descubierto" no se halle definido unívocamente ni tipificado en nuestro ordenamiento. Al margen de que la misma apelante en su demanda lo conceptuara como las "ventas de valores en las que el vendedor no tiene el título objeto de la venta" y en contradicción con sus propios argumentos dijera que las operaciones realizadas los días 11 y 12 de septiembre de 2.008 no podían ser calificadas con ventas en descubierto porque no fueron hechas con una intencionalidad especulativa, con lo que viene a reconocer que dichas ventas existen, los términos de la repetida Norma 24*

²⁷³ EDJ 2011/293838

en su num. 3 son claros al definir tales operaciones como "las ventas que se realicen en descubierto, justificándose con referencias de registro procedentes de compras..... realizadas con posterioridad a la fecha de contratación de la venta". Este fue precisamente el supuesto en el que incurrió la apelante al justificar o liquidar los títulos vendidos con otros comprados con posterioridad a la fecha de contratación de la venta como ella misma reconoce."

El art.39 de la Ley del Mercado de Valores estableció una excepción a la obligación de todo comisionista de cumplir los encargos de su comitente en los casos en que éste no acredite la titularidad de los valores o no cumpla las condiciones realizadas:

"Quien ostente la condición de miembro de un mercado secundario oficial vendrá obligado a ejecutar, por cuenta de sus clientes, las órdenes que reciba de los mismos para la negociación de valores en el correspondiente mercado. No obstante, podrá subordinar el cumplimiento de dicha obligación, tratándose de operaciones al contado, a que se acredite por el ordenante la titularidad de los valores o a que el mismo haga entrega de los fondos destinados a pagar su importe. En las operaciones a plazo, podrá subordinar el cumplimiento de dicha obligación a la aportación por el ordenante de las garantías o coberturas que estime convenientes, que, como mínimo, habrán de ser las que, en su caso, se establezcan reglamentariamente."

El motivo de la prohibición de las ventas en corto descubiertas era, por una parte, impedir la especulación que esta operación posibilita, en la asunción de que la toma de posiciones bajistas sobre un valor perjudica su cotización, y, en segundo lugar, por seguridad jurídica, que se entiende comprometida con la venta de lo que no se tiene y no hay seguridad de poder obtener.

La venta en corto vuelve a la actualidad a mediados de 2008, en un contexto marcado por la crisis financiera internacional y por la adopción de un conjunto de medidas similares por distintos reguladores cuyo motivo fundamental fue la situación de incertidumbre de los mercados de capitales durante el año 2008, agravada en la segunda mitad del ejercicio.

En España también reconocen reguladores y administradores de las principales entidades cotizadas que en condiciones normales de mercado las ventas en corto pueden contribuir a la eficiencia de precios y añaden liquidez al sistema. Sin embargo, debido a la incertidumbre de los mercados, esta práctica contribuye a que los precios de cotización de determinadas acciones caigan fuertemente por debajo de su valor real. Estas circunstancias extraordinarias son las que justifican para los reguladores (animados por los administradores de las empresas cotizadas que son atacadas por los cortos) la prohibición temporal de las ventas en corto, considerando que los mercados necesitaban medidas que los calmen y moderen las caídas de los precios, y las ventas en corto eran una de las causas que agravaban la situación.

2. PROHIBICIÓN DE LA VENTA EN CORTO POR LA CNMV A PARTIR DEL INICIO DE LA CRISIS FINANCIERA DE 2008

2.1. El Acuerdo de 22 de septiembre de 2008 del Comité Ejecutivo de la CNMV

2.1.1. Finalidad

En el contexto de la crisis financiera y la adaptación de similares medidas por otros países, el Comité Ejecutivo de la CNMV adoptó el Acuerdo de 22 de septiembre de 2008, en el que recuerda la vigencia de la prohibición de venta en corto descubierta. Junto al Acuerdo, la CNMV publica una serie de preguntas y respuestas con el fin de dar mayor claridad en la interpretación de dichas normas, y también dar solución a una serie de supuestos dudosos.

En el punto 4 del Acuerdo define la CNMV las ventas en corto o en descubierto como *“aquellas en las que el vendedor no disponga previamente de los valores que vende, bien sea por medio de una adquisición previa, de un préstamo de valores acordado o formalizado con anterioridad a la venta o del ejercicio previo irrevocable de un derecho de conversión, opción u otro instrumento derivado”*.

Se exige que los valores que se pretenden vender pertenezcan al vendedor. A tales efectos, el Acuerdo incluye una serie de supuestos dudosos que pretende aclarar, como el caso de las operaciones intradía, en las que no cabe la compensación de una venta anterior de valores con otros comprados al final del día.

El acuerdo de CNMV impone ciertas obligaciones a intermediarios y participantes en el mercado. Así, el intermediario ha de verificar que quien da la orden de venta tiene en propiedad los valores. La CNMV establece que los miembros del mercado antes de procesar las órdenes de venta tienen el deber de asegurarse de que los clientes que las ordenan cuentan con los valores suficientes. Se insta a los miembros del mercado a hacer uso de las facultades que les otorga el art.39 LMV para asegurarse de que sus clientes y ordenantes cuentan con los valores antes de procesar sus órdenes de venta. Para ello pueden basarse en sus propios registros, en caso de ser los depositarios de los valores, o en la manifestación expresa del cliente respecto a no estar ejecutando una venta en corto descubierta. El intermediario podrá aceptar, si lo desea, una declaración verbal siempre que exista una prueba de dicha manifestación, como la grabación de la misma. Si el intermediario así lo decide, podrá basarse en un compromiso expreso por escrito del cliente manifestando que no va a introducir ninguna orden de venta en corto descubierta a través del intermediario. Sin embargo, en la medida en que el intermediario puede no conocer la posición global del titular, podrá aceptar, si lo desea, una declaración expresa del cliente respecto a que no está ejecutando una venta en corto.

Por lo tanto, en virtud de este Acuerdo, si bien el art.39 LMV es una excepción a la obligación los miembros de los mercados secundarios de cumplir las órdenes de sus clientes, dicha excepción se ha transformado en una obligación de verificación de la titularidad de los clientes, de obligado cumplimiento para los miembros de los mercados secundarios.

En cuanto a las medidas que deben adoptar los miembros de los mercados secundarios para cumplir con dicha obligación de diligencia sobre la previa titularidad de los valores por parte de sus clientes, el Acuerdo de la CNMV señala que pueden basarse para ello en sus propios registros, en caso de ser los depositarios de los valores, o en la manifestación expresa del cliente respecto a no estar ejecutando una venta en corto descubierta. Esta manifestación expresa debe ser grabada y contener la declaración del cliente de que no va a introducir a través de un intermediario ninguna orden de venta en corto descubierta.

La prohibición sobre las ventas en corto descubiertas no tiene excepciones y es aplicable a todos los valores admitidos a negociación en los mercados bursátiles y a todos sus participantes.

En este Acuerdo también el Comité Ejecutivo de la CNMV insta a la propia CNMV a vigilar la observancia del art.64 del Reglamento de las Bolsas de Comercio y del art.39 LMV por los miembros de los mercados secundarios oficiales y de sus clientes, para evitar cualquier conducta que pudiese alterar el ordenado funcionamiento del mercado y constituir abuso de mercado.

2.1.2. Venta en corto ordinaria

El Acuerdo no sólo recuerda la previa prohibición general de vender en descubierto, sino que crea un nuevo régimen de transparencia. Desde el 24 de septiembre de 2008 es obligatorio hacer públicas las posiciones cortas que superen el 0,25% del capital en una lista de bancos y otras entidades financieras cotizadas, que establece un anexo del Acuerdo, que tengan sobre las acciones o cuotas participativas de determinadas entidades. Dentro de las mismas se encuentran entidades financieras (Banco de Andalucía, Banco de Castilla, Banco de Crédito Balear, Banco de Galicia, Banco Guipuzcoano, Banco Pastor, Banco Popular, Banco Sabadell, Banco Santander, Banco de Valencia, Banco de Vasconia, Banesto, Bankinter, BBVA, Caja de Ahorros del Mediterráneo), aseguradoras (Grupo Catalana Occidente, Mapfre, Inverfiatc), Bolsas y Mercados españoles e intermediarios financieros (Renta 4).

La obligación de declarar que se impone cuando hay un incremento de la posición corta o una disminución por debajo del umbral del 0,25%, sólo debe tener en cuenta la posición neta final. A estos efectos, aclara el Acuerdo, se entenderá por posición corta el resultado neto de todas las posiciones en distintos instrumentos financieros, incluyendo las propias acciones y cuotas participativas y todo tipo de derivados sobre ellas, que supongan un efecto positivo para el titular ante descensos en el precio de las acciones sobre las que se declara la posición. Solamente están exentos de las obligaciones de declaración los creadores de mercado (con poco peso en el mercado español) y proveedores de liquidez.

La publicación de esta información se hará a través de la remisión de un comunicado a la Dirección General de Mercados de la CNMV firmada por el titular de la posición o su representante, la comunicación será publicada como hecho relevante por la CNMV. En el comunicado se incluirá la identificación del declarante, la fecha de la declaración y las posiciones cortas netas resultantes, expresadas en número de valores y el porcentaje de capital social (o del saldo total de cuotas participativas emitidas en su caso) de cada uno de los valores afectados.

2.1.3. Creadores de mercado y proveedores de liquidez

Los creadores de mercado y proveedores de liquidez son operadores que realizan órdenes y operaciones de compra y venta de valores en cumplimiento de determinados compromisos que previamente han suscrito con sus clientes para dotar de liquidez a unos valores o, por otra parte, para crear o garantizar el mercado de otros valores. En ocasiones y debido a la propia operativa de estos operadores, las órdenes u operaciones realizadas por los mismos se realizan en corto e incluso en descubierto.²⁷⁴

Ambos tipos de operadores son esenciales para el correcto funcionamiento de los mercados de valores, más si cabe en las circunstancias actuales, ya que garantizan la “existencia” de mercado y liquidez de los valores. Respecto de cómo afectan a estos operadores las limitaciones y prohibiciones, lo único que ha señalado la CNMV es que con respecto a los creadores de mercado y los proveedores de liquidez “*se tendrán en cuenta sus necesidades operativas*”. Por lo tanto, la CNMV no soluciona esta situación formalmente y deja este problema abierto para forzar la cuestión previa a la CNMV al objeto de emitir una opinión en cada caso concreto.²⁷⁵

²⁷⁴ DEL VAL TORRE, I.: “Las ventas en corto”. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº 4, sección mercados y praxis negocial, enero-junio 2009. Editorial la Ley.

²⁷⁵ *Op.cit.*

2.1.4. Vigencia

A diferencia de otros reguladores, la CNMV no establece un plazo determinado de finalización de las restricciones, sino que señala que se mantendrán mientras que las condiciones de mercado que llevaron a su adopción no se vean alteradas.

2.1.5. Consecuencias del incumplimiento

Se considerara indicio de conducta constitutiva de abuso o manipulación de mercado, por falsear la libre formación de precios, la ocultación de información sobre posiciones cortas y la traslación de información falsa a los miembros de los mercados secundarios oficiales en lo relativo a la disponibilidad suficiente de valores antes de ordenar una venta. Estas conductas están tipificadas como infracciones muy graves de acuerdo con lo establecido en el art. 99.i) LMV.

El bien jurídico protegido en este caso es el mecanismo de la libre formación de precios en el mercado con la finalidad de garantizar la transparencia e igualdad de oportunidades entre los inversores.

Por la comisión de infracciones muy graves se impondrá al infractor una o más de las sanciones establecidas en el art.102 LMV.

2.2. Restricciones posteriores

La alteración de las normas de la venta en corto producida por la crisis financiera planteó un nuevo problema; el de mantener, modificar o eliminar las restricciones. Este problema fue tratado por la CNMV con los siguientes Acuerdos:

(1) Acuerdo de 11 de agosto de 2011 de la CNMV en relación con las posiciones cortas sobre acciones españolas del sector financiero²⁷⁶

²⁷⁶ <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={126153c8-2ffe-47f4-8fce-5a1fb4f10b45}>

La CNMV asume que la volatilidad extrema que sufren los mercados de valores europeos, en especial las cotizaciones de acciones de entidades financieras, incide de forma clara en la estabilidad de los mercados y puede perturbar su ordenado funcionamiento. Por ello consideró preciso revisar la operativa de los mercados de valores con el fin de asegurar el mantenimiento de la estabilidad financiera. En segundo lugar el regulador justifica su medida en similares medidas que otros supervisores europeos impulsan de manera coordinada en el ámbito de ESMA.

Al amparo del artículo 85.2 j) LMV : “...*En la forma y con las limitaciones establecidas en el ordenamiento jurídico, las facultades de supervisión e inspección de la Comisión Nacional del Mercado de Valores incluirán al menos las siguientes potestades:...* j) *acordar la suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que las personas físicas o jurídicas puedan hacer en el mercado de valores;...*” el acuerdo de la CNMV prohíbe, de forma cautelar con efectos inmediatos y con carácter transitorio, la realización por cualquier persona física o jurídica de operaciones sobre valores o instrumentos financieros que supongan la constitución o el incremento de posiciones cortas sobre acciones españolas del sector financiero.

La prohibición se mantendrá por un periodo de 15 días desde su adopción, pudiendo prorrogarse si se considerase necesario. Afecta a cualquier operación sobre acciones o índices, incluyendo operaciones de contado, derivados en mercados organizados o derivados OTC, que suponga crear una posición corta neta o aumentar una preexistente, aunque sea de forma intradiaria²⁷⁷. Entendiendo por posición corta aquella que resulte en una exposición económica positiva ante una caída del precio de la acción.

Se excluyen de la prohibición cautelar las operaciones que sean realizadas por entidades que desarrollen funciones de creación de mercado, entendiendo por tales las entidades financieras o empresas de servicios de inversión que, como respuesta a órdenes de clientes o como resultado de cotizar precios de oferta y demanda de forma continua en su condición de miembros de mercados secundarios oficiales o sistemas multilaterales de negociación, incurran transitoriamente, especialmente intradía, en posiciones cortas.

²⁷⁷ Nombre que se da a las operaciones que se abren y cierran en una sola sesión en los mercados financieros.
<http://www.eco-finanzas.com/diccionario/I/INTRADIA.htm>

(2) Acuerdo de 15 de febrero de 2012, de la CNMV, de levantamiento de la prohibición cautelar en relación con las posiciones cortas sobre acciones españolas del sector financiero.²⁷⁸

La prohibición de 11 de agosto de 2011, siguiendo las previsiones que ella misma contenía, fue prorrogada transitoriamente por los Acuerdos de la CNMV de 25 de agosto de 2011 y de 28 de septiembre de 2011, justificándose en que no había remitido la situación de inestabilidad en los mercados de valores europeos y, en particular, en los valores financieros.

En el Acuerdo de 15 de febrero de 2012, considera la CNMV que el análisis realizado muestra que la situación de extrema volatilidad, continuada inestabilidad e incertidumbre en los mercados de valores europeos y, en particular, en los valores financieros ha remitido.

La CNMV reconoce que la prohibición cautelar de realizar operaciones sobre valores o instrumentos financieros que supongan la constitución o incremento de posiciones cortas sobre acciones del sector financiero puede *“estar generando algunos efectos adversos sobre la actividad, la liquidez y la profundidad del mercado, por lo que resulta preciso limitar en lo posible su periodo de vigencia”*. Este análisis, afirma la CNMV, ha sido compartido con los reguladores europeos (Francia, Italia y Bélgica) que en coordinación con ESMA introdujeron medidas similares en agosto de 2011, habiéndose llegado a la conclusión de que se dan las condiciones para proceder a su levantamiento.

(3) Acuerdo de 23 de julio de 2012 de la CNMV para la prohibición cautelar de realizar operaciones sobre valores e instrumentos financieros que supongan la constitución o incremento de posiciones cortas netas sobre acciones españolas.²⁷⁹

²⁷⁸ El Acuerdo que aparece publicado en el BOE de 17 de febrero de 2012 difiere en su contenido del que aparece en la propia web de la CNMV (<http://www.cnmv.es/Portal/>).

²⁷⁹ <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={04f7f1f0-1085-4414-b213-4e6eb085e4f4}>

La CNMV se basa aquí en la situación de extrema volatilidad que atravesaban los mercados de valores europeos, que podría perturbar su ordenado funcionamiento y afectar al normal desenvolvimiento de la actividad financiera. Por lo que estimó preciso revisar la operativa de los mercados de valores para mantener la estabilidad financiera. También se escuda en medidas similares adoptadas por el supervisor Italiano.

Se acuerda nuevamente por la CNMV prohibir cautelarmente con efectos inmediatos y carácter transitorio la realización por cualquier persona física o jurídica de operaciones sobre valores o instrumentos financieros que supongan la constitución o incremento de posiciones cortas netas sobre acciones admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español. La prohibición se establece por tres meses desde su publicación, previendo no obstante su prórroga o levantamiento.

La prohibición afecta a cualquier operación sobre acciones o índices, incluyendo operaciones de contado, derivados en mercados organizados o derivados OTC, que suponga crear una posición corta neta o aumentar una preexistente, aunque sea de forma intradiaria. A este respecto ha de entenderse por posición corta neta aquella que resulte en una exposición económica positiva ante una caída del precio de la acción.

También éste Acuerdo excluye de la prohibición las operaciones que sean realizadas por entidades que desarrollen funciones de creación de mercado (*market makers*), que son las entidades financieras o empresas de servicios de inversión que, como respuesta a órdenes de clientes o como resultado de cotizar precios de oferta y demanda de forma continua en su condición de miembros de mercados secundarios oficiales o sistemas multilaterales de negociación, que incurren transitoriamente, especialmente intradía, en posiciones cortas netas.

(4) Acuerdos 19 de octubre de 2012 de la CNMV para prorrogar hasta el 31 de octubre de 2012 la prohibición cautelar de realizar operaciones sobre valores e instrumentos financieros que supongan la constitución o incremento de posiciones cortas netas sobre acciones españolas, y para iniciar de inmediato los trámites para notificar a ESMA la

intención de imponer, el 1 de noviembre de 2012 y por el plazo de 3 meses, restricciones sobre las ventas en corto y operaciones similares al amparo del art.20 del reglamento (UE) nº 236/2012 en atención a las circunstancias excepcionales concurrentes.²⁸⁰

La CNMV afirma en estos Acuerdos haber evaluado el impacto individual y en el mercado de las medidas restrictivas adoptadas sobre posiciones cortas, tomando en consideración la situación excepcional que atraviesa el sistema financiero español, destacando especialmente el proceso de reestructuración en el que se encuentra inmerso para cubrir las necesidades de capital del conjunto de la banca. Proceso de reestructuración bancaria que aún no está finalizado, lo cual crea una serie de incertidumbres sobre el sistema financiero español que, considera, podrían afectar a la estabilidad financiera. En este contexto, el levantamiento de la prohibición de realizar operaciones de venta en corto añadiría incertidumbre a través de su probable impacto en el mercado.

Además, la CNMV constata que persisten determinados hechos o circunstancias que motivaron el acuerdo del mes de julio que podrían amenazar la integridad de los mercados financieros españoles.

Todas estas son las consideraciones que, según el Acuerdo, aconsejan no levantar las restricciones temporales sobre las posiciones cortas netas sobre acciones españolas. ESMA emitió un informe favorable que avalaba esta medida ante la situación que sufría el sector financiero español. Precisamente, el supervisor español argumentó ante ESMA que el sector financiero español vive una situación “excepcional” ante su reestructuración y después de haber solicitado a la UE una ayuda de hasta 100.000 millones de euros.²⁸¹

(5) Acuerdo de 1 de noviembre de 2012 de la CNMV, por el que se impone con efectos inmediatos y por el plazo de 3 meses restricciones sobre las ventas en corto y operaciones similares al amparo del artículo 85.2 j) de la LMV y del artículo 20 del

²⁸⁰ <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={f9b322ef-c288-4e9f-944e-7eb586c8782c}>

²⁸¹ <http://www.expansion.com/2013/01/27/economia/1359303558.html>

reglamento (UE) n° 236/2012, en atención a las circunstancias excepcionales concurrentes.²⁸²

La CNMV, tras evaluar el impacto de las medidas restrictivas sobre posiciones cortas netas en acciones españolas adoptadas en julio de 2012 y prorrogadas el 18 de octubre, considera que persistían las circunstancias que entonces tuvo en cuenta para adoptar y prorrogar la prohibición, y decide mantener las restricciones temporales sobre las transacciones que constituyan o incrementen posiciones cortas netas sobre acciones españolas e imponer la prohibición.

Además de dicha prohibición, se adopta la exclusión de otras operaciones:

- La creación o incremento de posiciones cortas netas derivadas de operaciones cuya finalidad principal no es la generación de una exposición económica positiva ante la caída del precio de una acción, sino que se enmarcan en la práctica de operaciones corporativas que tienen por finalidad un objetivo industrial o empresarial. En este caso, la ejecución de dichas operaciones requerirá la previa autorización por la CNMV.
- La creación o incremento de posiciones cortas netas en el marco de un proceso de estabilización conforme a lo previsto en el capítulo III del Reglamento (CE) n°273/2003 de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, por el que se aplica la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros.
- La creación o incremento de posiciones cortas netas cuando el inversor que adquiere un bono convertible tiene una posición neutral en términos de delta²⁸³ entre la posición en el elemento de renta variable del bono convertible y la posición corta que se toma para cubrir dicho elemento.

²⁸² <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={c84620e7-f148-49e0-9a95-2ec88e1b34bf}>

²⁸³ La variación del valor teórico de una opción ante una pequeña variación en el precio del subyacente, permaneciendo constante el resto de los factores. Dicho de otra manera, la delta de una opción es un indicador de la sensibilidad del precio de ésta ante cambios en la cotización del activo subyacente. Se suele expresar en términos porcentuales.

MARTIN, J.L. y TRUJILLO, A. (2004): *Manual de mercados financieros*. S.A. EDICIONES PARANINFO, 2004. P.373

- La creación o incremento de posiciones cortas netas cuando la creación o incremento de la posición corta en acciones esté cubierta con una compra equivalente en términos de proporción en derechos de suscripción.

(6) Decisión de 31 de enero de 2013 de la CNMV de no prorrogar el acuerdo adoptado el 1 de noviembre de 2012 de imponer restricciones sobre las ventas en corto y operaciones similares al amparo del artículo 85.2 j) de la LMV y del artículo 20 del reglamento (UE) n° 236/2012.

Con esta Decisión la CNMV decidió no prorrogar la prohibición sobre ventas en corto que vencía el 31 enero de 2013, al haber remitido los hechos y circunstancias que motivaron la adopción del acuerdo adoptado el 1 de noviembre.

2.3. Eficacia de las medidas adoptadas

En opinión de ciertos reguladores, así como de los administradores de sociedades cotizadas, aunque las ventas en corto contribuyen a la eficiente fijación de precios y añaden liquidez al sistema, sin embargo, en momentos de crisis financiera grave esta práctica podría contribuir a que los precios de cotización de determinados valores financieros se hundan por debajo de su valor real. Otros expertos consideran que la prohibición de las ventas en corto descubiertas podría provocar un alivio temporal en el mercado y que la medida está diseñada para tener un efecto calmante, algo que los mercados necesitaban.²⁸⁴

La aproximación de las autoridades bursátiles españolas a la problemática de la venta en corto en el contexto de la crisis financiera puede calificarse como puramente

²⁸⁴ “El presidente de FCC, Baldomero Falcones, cree en la necesidad de limitar las posiciones cortas en toda la bolsa, no sólo en el sector financiero. “Es un momento crítico y se pueden tomar medidas críticas”, ha apostillado el presidente de FCC, quien ha considerado que esta medida podría dirigirse solo para el mercado español ya que no hay porqué utilizar criterios generales cuando se está en una situación como la que atraviesa España y que no se ha vivido nunca antes. En este sentido, Falcones ha mostrado su preocupación si la prohibición de las posiciones cortas se adoptase solo para las entidades financieras, lo que “volcaría” toda la especulación sobre el resto de las empresas.

A la petición de Falcones se ha sumado también la formulada por el presidente de Sacyr Vallehermoso, Manuel Manrique, quien ha reclamado por escrito al supervisor bursátil que prohíba o limite las posiciones cortas para todas las empresas. Una solicitud que han formulado también otros sectores fuertes del Ibex 35.”

(<http://www.expansion.com/2012/06/24/economia/1340532794.html>)

pragmática, pues busca la estabilidad a corto plazo, sin considerar otras posibles consecuencias de las prohibiciones de las ventas en corto. En principio, si es posible pedir dinero prestado para comprar acciones también se podrían pedir acciones prestadas para venderlas, pero entonces al vender los títulos prestados se está atacando directamente a la cotización de la empresa y forzando los precios a la baja. Como afirmaron el 26/09/2012 en su blog JOSÉ ANTONIO FDEZ. HÓDAR y CARMEN RAMOS: *“En una situación de debilidad de los mercados bursátiles, autorizar las ventas a crédito crea ingresos a BME y a los intermediarios financieros por comisiones, y quienes especulen con esta operativa, si aciertan, pueden sacar grandes beneficios. Pero la contrapartida es un perjuicio para la sociedad cotizada, que no tiene otra forma de defenderse que gastando dinero en la compra de acciones propias (autocartera). El retroceso de la cotización asusta a los pequeños inversores que venden sus títulos, alimentando la caída. Puede dificultar la financiación de las empresas. Afecta al valor liquidativo de los Fondos, a los planes de pensiones, al valor de cartera de las compañías de seguros. En resumen, son más los perjudicados que los beneficiados.”*²⁸⁵

Pero la eficacia de las restricciones a las ventas en corto impuestas ha sido objeto de críticas formuladas a partir de los efectos de las restricciones, que podemos resumir de esta forma:

1. Las restricciones alteran la correcta fijación de precios, causan pérdidas a los inversores y, además, son poco operativas.

A pesar de la anunciada coordinación con otros reguladores europeos en la primera prohibición de 2008, hubo otros reguladores (Holanda, Reino Unido, y Austria) que no sólo no la siguieron sino que criticaron las restricciones. Alemania consideró la medida innecesaria. La crítica de estos reguladores no se debió a que esos países no tuvieran medidas similares, ya que también tienen prohibido la venta en corto descubierta, sino a que en casi ninguna parte se prohíbe la venta en corto simple u “ordinaria”.

²⁸⁵<http://www.expansion.com/blogs/hodar/2012/09/26/dentro-de-un-mes-se-levanta-la-veda-para.html>

La decisión coordinada tuvo ciertos efectos positivos en los cinco días siguientes a su adopción, pero seis meses después Santander y BBVA habían bajado un 12 y un 15 por ciento respectivamente, y el Ibex 35 sufrió un retroceso de 1.000 puntos en el mismo periodo, hasta el 12 de septiembre de 2012. La CNMV, por su parte, no ha dado explicación satisfactoria sobre los efectos de la prohibición²⁸⁶

La medida de la CNMV, como la medida similar adoptada por la SEC, produce pérdida de liquidez y causa pérdidas a los inversores en los mercados españoles por el aumento de los diferenciales de los precios de compra y venta. Por su parte, los inversores buscan como eludir la prohibición, habiéndose constatado que la prohibición mundial de adoptar posiciones cortas en acciones de bancos españoles está siendo infringida por multitud de operadores mundiales en futuros y opciones del EURO STOXX 50 y con futuros del Ibex 35.²⁸⁷

Otro efecto ha sido el descenso de liquidez de todos los valores españoles, no solo de los bancarios. Numerosos inversores españoles, tanto institucionales (bancos, sociedades y agencias de valores) como particulares, usaron futuros y opciones del índice alemán DAX para gestionar sus carteras españolas sin restricciones y con absoluto cumplimiento de la prohibición.

2. Es inevitable que las burbujas especulativas estallen en algún momento causando el desplome de los precios y parece que las ventas en corto son instrumento aunque no causa de estas correcciones. Pero incluso así, no existen muchas pruebas que demuestren que las ventas en corto exageren las caídas del mercado.²⁸⁸

²⁸⁶ En el Informe Anual de 2012 sobre los Mercados de Valores y su actuación (http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IA2012_Web.pdf) la CNMV afirma que durante el periodo de aplicación de la prohibición adoptada en julio de 2012 los indicadores recuperaron el nivel del primer trimestre del año, tras el levantamiento de la prohibición de 2011.

²⁸⁷ <http://blogs.elconfidencial.com/economia/tribuna/2012/02/15/prohibicion-de-las-ventas-a-corto-para-que-6642>

²⁸⁸ En octubre de 2002, la Financial Services Authority (FSA) de Reino Unido publicó su Discussion Paper 17 sobre las ventas en corto (disponible en www.fsa.gov.uk). La FSA afirma que las medidas restrictivas empleadas por algunos reguladores no eran *“apropiadas para los mercados de Reino Unido, pues no parecen reducir la volatilidad de los precios de las acciones ni suavizar las caídas del mercado”*. En cambio consideraba que *“son una actividad de inversión legítima que desempeña una función importante en apoyo de unos mercados eficientes. Acelera las correcciones de los precios de los títulos sobrevalorados, respalda la negociación de derivados y las actividades de cobertura, y facilita la liquidez y las oportunidades de negociación”*.

3. Ineficacia de las prohibiciones.

El 3 de julio de 2012 el Presidente de la CNMV, JULIO SEGURA, manifestó su oposición a prohibir nuevamente las operaciones en corto, por creer que los inversores podían encontrar fórmulas alternativas para especular con los títulos. Tildó la medida de extraordinaria, porque un veto de esas características siempre lo es, ya que si se prohíbe una operación los inversores tienden a buscar otras fórmulas que, en la práctica, pueden llegar a tener los mismos efectos. Además, hay otro inconveniente. Y es que, si la prohibición se mantiene a largo plazo, puede dar lugar al descenso del número de operaciones o de la liquidez en el selectivo español. El entonces Presidente de la CNMV apeló a situaciones excepcionales de alta volatilidad y a los problemas crecientes de deuda soberana como requisitos indispensables para adoptar este tipo de medidas. Afirmando que entonces la situación actual era notablemente más preocupante que la del año pasado: si en 2011 eran 22 las empresas que se encontraban en el punto de mira de estas operaciones y suponían un importe de 1.900 millones de euros, hoy son 27 las compañías afectadas, con un valor superior a los 2.000 millones de euros. El Presidente de la CNMV afirmó también que era esencial una respuesta al unísono por parte de diversos reguladores internacionales. La de agosto fue una decisión coordinada con las autoridades de los mercados bursátiles de Francia, Italia y Bélgica. La medida mantuvo a salvo a los valores blindados (Banca Cívica, BBVA, Banco Sabadell, Banco de Valencia, Banesto, Pastor, Popular, Santander, Bankia, Bankinter, CaixaBank, CAM, Catalana de Occidente, Mapfre, BME y Renta 4). No sucedió lo mismo con el resto de cotizadas del Ibex, que, ante la ausencia de presas de mayor volumen, vieron cómo pasaban a ser el centro de los ataques.²⁸⁹ Se comprende que las constructoras FCC y Sacyr fueron las primeras en reclamar públicamente una solución.²⁹⁰

4. Sólo el riesgo sistémico podría justificar la prohibición de las posiciones cortas

En septiembre de 2012 el Presidente de la CNMV aseguró que prohibir las ventas en corto implica un “*elevado coste*” en términos de liquidez y formación de precios, y es recomendable sólo en caso de riesgo sistémico y de “*amenaza real*” a la estabilidad del mercado. Afirmó que el pánico y los rumores pueden alterar la cotización de las

²⁸⁹ <http://www.abc.es/20120703/economia/abci-posiciones-cortas-CNMV-201207021922.html>

²⁹⁰ Como antes se ha mencionado. (<http://www.expansion.com/2012/06/24/economia/1340532794.html>)

acciones hasta el punto de crear un problema sistémico, en particular si se extienden en el sector financiero. La prohibición aprobada en julio de este año, indicó Segura, tuvo efectos beneficiosos y preventivos sobre los indicadores de riesgo de solvencia de un grupo de bancos españoles, prácticamente todos, en tanto que únicamente los dos grandes —Santander y BBVA— se vieron exentos de los efectos de la limitación. Para el conjunto de valores, la prohibición de las ventas a corto moderó la extrema volatilidad de las acciones, aunque el Presidente de la CNMV admitió que calcular con exactitud el efecto que tuvo la prohibición a la hora de evitar un episodio de riesgo sistémico es “*extremadamente difícil*”.²⁹¹

5. La historia no justifica las prohibiciones.

Ante la prohibición no hay una pauta de comportamiento clara. La reacción del mercado es impredecible y depende también de otros factores. Sin embargo, si se mira lo ocurrido en 2011, cuando se levantó la prohibición de las posiciones cortas en el sector financiero, los valores cayeron cerca de un 10% en los primeros días que se pudieron tomar posiciones los bajistas.²⁹²

6. La prohibición detiene los esfuerzos por terminar con las causas que llevan a adoptar las posiciones cortas.

Las prohibiciones temporales de negociación de determinados valores y otras restricciones similares sobre las ventas en corto probablemente producen consecuencias no queridas que hacen más lenta la recuperación económica.²⁹³ Lo importante de verdad es atajar los motivos que llevan a los inversores a adoptar posiciones cortas. Sin embargo, durante la crisis financiera de 2008 desde diversas instancias se instaba a los reguladores de los mercados para que tomaran medidas que impidieran las ventas en corto, pero no a que se adoptaran medidas que hicieran innecesarias estas estrategias.

²⁹¹ <http://www.expansion.com/2012/09/13/mercados/1347527942.html>

²⁹² <http://www.expansion.com/2012/10/03/mercados/1349264805.html>

²⁹³ Ver STANLEY C.: “The panic effect: possible unintended consequences of the temporary bans on short selling enacted during the 2008 financial crisis”. *Entrepreneurial Bus. L.J.* 267 2009-2010.

7. A medio plazo impiden la recuperación económica.

El presidente de Bolsas y Mercados Españoles, ANTONIO ZOIDO, que defendió el levantamiento de la prohibición de las ventas a corto una vez que la banca nacionalizada había recibido los fondos procedentes de la ayuda europea, afirmó que este tipo de medidas “traba” la salida a la crisis, que la duración del veto a las ventas en corto provocaba que muchas entidades redujeran su actividad en el mercado bursátil español, y que España y Grecia eran los únicos mercados que tenían prohibidas las posiciones cortas en todas las compañías cotizadas, con la consiguiente ampliación de las horquillas de compraventa y encarecimiento del coste implícito de transacción para el inversor.²⁹⁴

²⁹⁴ <http://www.expansion.com/2012/12/18/mercados/1355845779.html>

CONCLUSIONES O TESIS

El problema del uso de la venta en corto con fines puramente especulativos no es nuevo. Desde hace años, académicos y legisladores han discutido si el exceso en la venta en corto simplemente baja el precio de las acciones de una empresa cotizada o, en realidad, contribuye a la eficacia del mercado. Desde el inicio de la crisis financiera de 2008 numerosos reguladores nacionales, con la esperanza de reducir la volatilidad del mercado, impusieron restricciones a las ventas en corto que pueden denominarse “de emergencia”. Estas regulaciones de emergencia no han sido eficaces, incluso pudieron ser perjudiciales a medio plazo y, además, plantean el problema más importante de elaborar una regulación a largo plazo de la venta en corto, cosa que no parece estar en la agenda de los reguladores nacionales o supranacionales.

En general, de la observación de la actuación de diferentes reguladores se aprecia que la intervención sobre la venta en corto obedece a razones de oportunidad, como una técnica para combatir las fluctuaciones de los mercados y no a razones económicas que busquen su eficiencia. Es evidente que los inversores que adoptan posiciones largas y los directivos de las sociedades cotizadas están interesados en la prohibición o restricción de este instrumento cuando sus sociedades son “atacadas por los osos”, cuando son objeto de posiciones bajistas. Esta preocupación es lógica desde el punto de vista de esos inversores y sociedades, pero su asunción por parte de las autoridades regulatorias produce una alteración artificial en el sistema de determinación de los precios y reduce la liquidez del mercado, sin otros efectos beneficiosos que sostener brevemente el precio de unas acciones, perjudicando así al conjunto de los inversores. Con ello, estos reguladores incumplen la función para la que se crearon y fueron dotados de competencias: la defensa del interés general.

Como conclusión, tenemos que con mucha frecuencia las intervenciones recientes sobre la venta en corto incumplen los principios básicos de la regulación eficiente de los

mercados financieros. La regulación podría ser necesaria y deseable allí donde existen fallos del mercado, como en la formación y descubrimiento ineficiente de precios, o para evitar abusos del mercado. Sin embargo, en cuanto a lo primero, la experiencia muestra que la restricción de la venta en corto dificulta más que facilita el descubrimiento de precios. En cuanto a lo segundo, combatir el abuso de mercado mediante la restricción de la venta en corto, es contrario a la idea de que la regulación debe ser implementada de la forma más eficaz. La regulación sobre abusos de mercado, con independencia de los problemas de aplicación, es un instrumento mejor y más predecible para conseguir mercados eficientes.

Estimamos, en definitiva, que los estudios han demostrado que las distintas técnicas empleadas a partir de 2008 para regular la venta en corto son ineficientes. Por ello, se podría defender un sistema regulatorio basado únicamente en la sanción de aquellas conductas individualizadas que demuestren el empleo de la venta en corto para manipular el mercado, actuando como mecanismo disuasorio. Tanto las potestades de actuación como las normas aplicables existen en todos los mercados; lo único que se requiere es que se apliquen con más eficacia.

La anterior conclusión sobre la regulación de la venta en corto nos lleva a otra más general sobre la regulación de la bolsa: La intervención pública en la bolsa es una realidad; lo que no aparece con tanta evidencia es lo que persigue esta intervención. Teóricamente, las finalidades de la intervención están expresamente establecidas en el caso de España por la Ley del Mercado de Valores en su art.13: “...*La Comisión Nacional del Mercado de Valores velará por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines...*”. Puede afirmarse que existe una regulación pública de la bolsa que intenta ser determinante y que persigue unos fines sobre los que hay consenso, incluso internacional, que se pueden sintetizar en la protección de la transparencia de los mercados de valores, de la correcta formación de los precios en aquellos y de los inversores. Estos mismos fines aparecen también en el ámbito de la Unión Europea en sus directivas y reglamentos sobre el mercado.

Sin embargo, esta normativa es de difícil aplicación práctica. Desde el momento en que la intervención pública establece unos fines tan genéricos, es muy difícil negar que

cualquier acto normativo o singular de regulación persiga estos fines. Actualmente, el denominado *interés público* puede justificar cualquier intervención pública en la economía no sólo *a priori*, mediante la regulación de actividades de los particulares, sino también *a posteriori*, mediante el instituto de la responsabilidad patrimonial del Estado por culpa *in vigilando*. Prueba de ello, y en relación con el objeto de este trabajo, se han observado intentos, hasta ahora sin éxito, de que se declare la responsabilidad patrimonial del Estado por su actuación u omisión —directa o mediante los supervisores (CNMV, Banco de España)— en el sector financiero que, según esta tesis, habría dado lugar a la crisis financiera.

Es una constante de la regulación de las bolsas incumplir un necesario *self-restraint* por parte de los reguladores y centrar sus intervenciones en acudir en auxilio de los inversores o empresas cotizadas respondiendo a una situación de pánico.

Creemos que la regulación pública de la bolsa debería estar dirigida, antes que a establecer prohibiciones de difícil justificación práctica como las estudiadas respecto de las ventas en corto en 2008, a perseguir un auténtico régimen de transparencia.

Para ello se debe considerar que todo inversor es un especulador que con su actuación contribuye al movimiento del mercado, a que tenga liquidez y a que las empresas puedan obtener la financiación que necesitan. El inversor en bolsa, o es profesional o puede obtener la ayuda de un profesional. Si hay acceso universal a una información veraz (no manipulada, ni siquiera por una regulación de fines dudosos) la asunción de riesgos del inversor es voluntaria e informada, con lo que los poderes públicos no tendrían otra coartada para intervenir en la bolsa. En un sistema regulatorio bursátil en el que prevalezca el principio de que el Estado no tiene ninguna responsabilidad más allá de garantizar un *fair market*, las pérdidas que experimentan en bolsa los inversores responden a su propia actuación.

Esta conclusión se apoya en diversos trabajos científicos a los que nos hemos referido a lo largo de este estudio, que ponen de manifiesto como la intervención pública con motivo de la crisis o de forma más específica para modificar la regulación de las ventas en corto no ha evitado ni acabado con la crisis bursátil. Todo lo contrario, agrava sus consecuencias, sobre todo para los inversores, e impide o ralentiza la recuperación.

Al final encontramos que la actuación regulatoria que incide sobre los mercados financieros y, en concreto, sobre la bolsa, debe estar justificada en intereses generales determinados, no genéricos, que puedan ser plasmados en la fundamentación de las disposiciones regulatorias administrativas sobre el mercado. Tal justificación permitiría, en primer lugar, conocer los fines a los que se dirige la intervención y, en segundo lugar, el control judicial por la jurisdicción contencioso-administrativa de las disposiciones y actos en los que se desenvuelve esta intervención. Sólo así podrá hacerse prevalecer el principio de legalidad en la actividad de la Administración, como exige el Estado de Derecho.

BIBLIOGRAFÍA

- AA.VV. (2011): *Memento práctico. Contratos mercantiles. 2011-2012*. Ediciones Francis Lefebvre.
- AA.VV. (2011): *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*. Bosch.
- AA.VV. (2009): *Derecho de la regulación económica*. MUÑOZ MACHADO S., (director de la colección). *I. Fundamentos e instituciones de la regulación*. MUÑOZ MACHADO, S. y ESTEVE PARDO, J. (directores).
- AA.VV. (2009): *Derecho de la regulación económica*. MUÑOZ MACHADO S., (director de la colección). *II. Mercado de Valores*. JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, A. (director).
- AA.VV. (2012): *El contrato bancario: tiempos revueltos*. Thomson Reuters Aranzadi.
- AA.VV. (2012): *Fundamentos de derecho empresarial. Contratación mercantil. Tomo III*. Thomson Reuters Civitas.
- ACEMOGLU, D., ROBINSON, J.A., (2013): *Why nations fail: the origins of power, prosperity, and poverty*. Edición: 1st. Editorial: London. Profile Books.
- AKERLOF, G.: “The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism”. *Quarterly Journal of Economics*, vol.84. Issue 3 (August, 1970). P.488-500
- ALBALADEJO GARCÍA, M. (1997): “La naturaleza real o no del contrato de préstamo (Comentario a la sentencia del Tribunal Supremo (Sala 1^a) de 12 de julio de 1996)”, *Revista de Derecho Privado*, n.º 81/1997.
- ARENILLAS LORENTE, C.: “Vender lo que no se tiene. Imperfecciones del mercado, préstamo de valores y short selling”. *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos* (2010).
- ARIÑO ORTIZ, G. (1993): *Economía y Estado: crisis y reforma del sector público*. Marcial Pons. P.47 y ss

- ARIÑO ORTIZ, G. (1999): *Principios de Derecho Público Económico*. Ed.Comares.
- AVGOULEAS, E.: “A New Framework for the Global Regulation of Short Sales: Why Prohibition is Inefficient and Disclosure Insufficient”. *Stanford Journal of Law, Business & Finance* Vol. 15:2. Spring 2010.
- BARNETT-HART, A.K.: *The Story of the CDO Market Meltdown*. Presented to the Department of Economics in partial fulfillment of the requirements for a Bachelor of Arts degree with Honors to the Department of Economics Harvard College Cambridge, Massachusetts March 19, 2009. <http://www.hks.harvard.edu/m-rcbg/students/dunlop/2009-CDOMeltdown.pdf>
- BEBER, A., PAGANO, M.: “Short-Selling Bans around the World: Evidence from the 2007-09 Crisis”. First draft: May 2009. This version: August 2011. www.ssrn.com.
- BERNAL, O., HERINCKX, A., SZAFARZ, A. (2012): “Which Short-Selling Regulation is the Least Damaging to Market Efficiency? Evidence from Europe”. <http://ssrn.com/>
- BESCHWITZ, B., MASSA, M. (2013): “Biased Shorts, Stock Market Implications of Short Sellers’ Disposition Effect”, <http://ssrn.com/>
- BISNAR, J.: “100% capitalist, 90% of the time: the 20 day short-sale ban”. *NYU Annual Survey of American Law* [vol. 66:299]
- BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME), *Sistema de Interconexión Bursátil (SIB), Descripción del modelo de mercado, mercado bursátil de acciones, derecho y mercado Latibex*. Abril 2012. <http://www.bolsamadrid.es>
- BOOTH, R.A.: “Things happen”. *Villanova Law Review* [Vol. 55: P. 57].
- BOUJEKA, A. (2012): “Vers un modèle de régulation des marchés financiers dans l'Union européenne?”. *Recueil Dalloz*.- n. 21. P. 1355-1361
- BOUTHINON-DUMAS, H. (2007): *Le droit des sociétés cotées et le marché boursier*. L.G.D.J. París. P.11-24 y 334-345
- BRADLEY, C.: “The confidence game: manipulation of the markets by governmental authorities”. *Transactions. The Tennessee Journal of Business Law*. Vol.11. P.2009-2010

- BRANCONIER, S. (2012): “Les libertés économiques jusqu’à la crise de 1929”, en *Revue du Droit Public*- Tome cent vingt-huit. Janvier-Février 2012. P.731 y ss
- BRANSON, D. M.: “More muscle behind regulation SHO?. Short selling and the regulation of stock borrowing programs”. *Virginia Law & Business Review*. Volume 5 number 1. Fall 2010.
- BRANSON, D. M.: “Nibbling at the Edges-Regulation of Short Selling: Policing Fails to Deliver and Restoration of an Uptick Rule.” *The Business Lawyer*; Vol. 65, November 2009.
- BRIS, A., GOETZMANN, W.N., ZHU, N.: “Efficiency and the Bear: Short Sales and Market Around the World”. *Yale ICF Working Paper* N°.02-45. September 2004. papers.ssrn.com
- BROSETA PONT, M., MARTÍNEZ SANZ, F. (2011): *Manual de derecho mercantil*. Tecnos.
- BROWN S.A.: “In pursuit of the naked short”. *New York University Journal of Law and Business*. vol. 5 no. 1. Spring 2009.
- CABALLERO GERMAIN, G.: “Contribución al Estudio de la Naturaleza Jurídica de los Valores Anotados”. *Estudios de derecho mercantil en Memoria del Profesor Aníbal Sánchez Andrés*. Coordinación de SÁENZ G^a DE ALBIZU, J., OLEO BANET, F., MARTÍNEZ FLÓREZ, A. Thomson Reuters 2010. P.1187-1223
- CACHÓN BLANCO, J.E. (1992): *Derecho del mercado de valores (Tomo I)*. Dykinson.
- CACHÓN BLANCO, J.E. (1992): *Derecho del mercado de valores (Tomo II)*. Dykinson.
- CACHÓN BLANCO, J.E. (1995): “Contratos de gestión en los mercados de valores”. *Cuadernos de Derecho Judicial*. Consejo General del Poder Judicial. Madrid. P.265-344
- CACHÓN BLANCO, J.E. (1996): “El contrato de préstamo de valores negociables (especialmente, acciones cotizadas en bolsa)”, en *Estudios Jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*. Editorial Civitas.
- CASTÁN TOBEÑAS, J.: *Derecho civil español, común y foral*. Madrid. Reus. 1976-1985.

- CHANCELLOR, E.: “A Short History of the Bear”, 29 de octubre de 2001, http://www.prudentbear.com/press_room_sort_selling_history.html.
- CHEN, C.X., RHEE, S.G. (2010). “Short sales and speed of price adjustment: Evidence from the Hong Kong stock market”. *Journal of Banking & Finance* 34. P.471-483
- CIDONCHA MARTÍN, A. (2009) “Los Mercados de Valores: Mercados Primarios y Secundarios. Las Bolsas de Valores”. En *Derecho de la Regulación Económica, II Mercados de Valores*. Iustel.
- COASE, R.H. (1988): *The Firm, The Market and The Law*. The University of Chicago Press.
- COLOMBO R. J.: “Exposing the Myth of Homo Economicus”. 32 *Harvard Law School Journal of Law and Public Policy* No. 737 (2009). <http://ssrn.com/>
- COLOMBO, R.: “The role of trust in financial regulation”. *Villanova Law Review* [Vol. 55: P. 577].
- COOTER, R., ULEN, T. (1995): *Law and economics*. Addison-Wesley.
- COURET, A., LE NABASQUE, H., COQUELET, M., GRANIER, T., PORACCHIA, D., RAYNOUARD, A., REYGROBELLET, A., ROBINE, D.; *Droit financier*. 2^a édition. Éditions Dalloz 2012. P.1118
- CULP, C., HEATON, J.: “The Economics of Naked Short Selling”. *Regulation*, Spring 2008.
- DAIGRE, J.J. (2006): “Evolution de la notion de marché financier”. *Liber amicorum Jacques Malherbe*. Bruxelles: Bruylant. P. 233-248
- DARNACULLETA i GARDELLA, M. (2009): “La autorregulación y sus fórmulas como instrumento de regulación de la economía”, en *Derecho de la regulación económica*. MUÑOZ MACHADO S., (director de la colección). *I. Fundamentos e instituciones de la regulación*. MUÑOZ MACHADO, S. y ESTEVE PARDO, J. (directores). P. 633-637
- DAVIDOFF, S., ZARING, D.: “Regulation by deal: the Government's response to the financial crisis”. *Administrative Law Review* [61:3]. 541. 2009.
- DE LA CRUZ FERRER, J. (2001): *Principios de Regulación Económica en la Unión Europea*. Instituto de Estudios Económicos.
- DE LA MORENA, M., GURREA, P.: “Aprobación del Reglamento europeo sobre ventas en corto”. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n°11,

Sección Crónica del Mercado de Valores, Segundo Semestre de 2012. Editorial La Ley. P.175

- DEL GUAYO CASTIELLA, I. (2012): “La regulación económica como alternativa”, en *Regulación económica: lecturas escogidas*. 1ª edición. Aranzadi. P.190 y ss
- DEL VAL TORRE, I.: “Las ventas en corto”. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº4, Sección Mercados y Praxis Negocial, Enero-Junio 2009. Editorial La Ley.
- DIAMOND, D. W., VERRECCHIA, R. E. (1987), “Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information”, *Journal of Financial Economics*, 18. P.277- 311
- DOMÉNECH PASCUAL, G.: “Por qué y cómo hacer análisis económico del Derecho”. *Revista de Administración Pública*, n. 195 (2014). P. 99-133
- DONALD, D.: “Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation”. *National Taiwan University Law Review* [Vol. 6: 1].
- DOUVRELEUR, O. (2012): “L’indépendance de l’Autorité des marchés financiers”. *Revue Française d’Administration Publique*. - n. 143. P. 747-758
- ECHENIQUE SANJURJO, M.: “Control through settlement”. *IFLR/December/January* 2009.
- ENGELN, P. (2005): *Remedies to informational asymmetries in stock markets*. Intersentia. Antwerpen-Oxford. P.1-7
- ENGLE, E.: “Law and Economics: Theoretical Puffery, Exaggerated Claims and Counterfactual Models”. *Journal Jurisprudence*, Vol. 2, p.29 (2009) <http://ssrn.com/>
- EPSTEIN R. A. (1996): “Transaction Costs and Property Rights: Or Do Good Fences Make Good Neighbors?”, <http://ssrn.com/>
- ESTEVE PARDO, J. (2012): “Origen, principios y técnicas de la regulación de sectores económicos de interés general”. *La regulación económica. En especial, la regulación bancaria. Actas del IX Congreso Hispano-Luso de Derecho Administrativo*. AA. VV., REBOLLO PUIG, M. (director).
- ESTEVE PARDO, J. (2014): *Lecciones de derecho administrativo*. 4ª ed. Marcial Pons.

- FARJAT, G. (1977): “Las enseñanzas de medio siglo de Derecho Económico”, en *Estudios de Derecho Económico*, AA.VV. Méjico. P.14
- FAULKNER M. C., *Introducción al préstamo de valores*. Versión española publicada por el Centro Internacional de Información Financiera (CIFF) y Banco Santander. Marzo 2006.
- FÉLIXA, L, KRÄUSSLC, R., STORKA, P. (2013): “The 2011 European Short Sale Ban on Financial Stocks: A Cure or a Curse?”, <http://ssrn.com/>
- FERGUSON, C. H.: *Inside job*. Editorial Barcelona Deusto. D.L. 2012.
- FERNÁNDEZ FARRERES, G. (2003): “El concepto de servicio público y su funcionalidad en el Derecho Administrativo de la nueva economía”. *Revista de derecho administrativo*, n. 18. P.7-21
- FERNÁNDEZ FARRERES, G. (2014): *Sistema de Derecho Administrativo I*. Edición: 2ª. Editorial: Cizur Menor, Navarra: Civitas. P.146 y ss
- FERNÁNDEZ FARRERES, G. (2014): *Sistema de Derecho Administrativo II*. Edición: 2ª. Editorial: Cizur Menor, Navarra: Civitas. P.67-70
- GALLEGO SÁNCHEZ, E. (2003): *Contratación mercantil. Volumen I. Cuenta corriente, Compraventa, Comisión, Mercado de Valores, Depósito, Préstamo y Garantía*. Tirant lo Blanch Tratados.
- GARCÍA PEDROVIEJO, J.: “La venta en corto: apuntes de derecho comparado”. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº4, Sección Crónica del Mercado de Valores, Enero-Junio 2009. Editorial La Ley.
- GARRIDO FALLA, F. (2003): “¿Crisis de la noción de servicio público?”, en *Estudios de derecho público económico: libro homenaje al prof. Dr. D. Sebastián Martín-Retortillo*. Ed. Civitas.
- GARRIGUES, J. (1976): *Curso de derecho mercantil (Tomo I)*. Madrid.
- GARRIGUES, J. (1976): *Curso de derecho mercantil (Tomo II)*. Madrid.
- GOLDSTEIN, I., GUEMBEL, A. (2008): “Manipulation and the Allocational Role of Prices”. <http://finance.wharton.upenn.edu/~itayg/Files/manipulation-published.pdf>
- GORDON, R., WILCOX, J. (1981): “Monetarist Interpretations of the Great Depression: An Evalutation and Critique”. *The Great Depression*. Ed.Karl Brunner.

- GREEN, P., JENNINGS-MARE, J.: “The Long and Short of it”. *Int'l Fin. L. Rev.* April 2010.
- GRIMAU, É. (2004): *L'influence du droit anglo-américain sur les valeurs mobilières émises par les sociétés anonymes en droit français*. Litec. Lexis Nexis. P.71-103
- GRUENEWALD, S., WAGNER, A., WEBER, R.: “Short Selling Regulation after the Financial Crisis –First Principles Revisited”. <http://ssrn.com/>
- HANDJANI, A. (2012): “Are short sales beneficial to financial markets? Evidence from Euronext Paris”, <http://ssrn.com/>
- HARGENS HORVATIC, R.: “The long and short of it: the Securities and Exchange Commission should reinstate a price restriction test to regulate short selling”. *Creighton Law Review* [vol. 43]. 2009-2010.
- HARTMANN, P., HEIDER, F., PAPAIOANNOU, E., LO DUCA, M. (2007): “The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe”, *Documento ocasional del BCE*, num.72.
- HAYEK, F.A. (2012): *Estudios de filosofía, política y economía*. Prólogo a la edición española de INFANTINO, L. Edición: 2ª. Unión Editorial.
- HERNÁNDEZ ANDREU, J. (1986): *España y la crisis de 1929*. Espasa-Calpe SA. Madrid.
- HOUTHAKKER HENDRIK S., WILLIAMSON P.J. (1996): *The Economics of Financial Markets*. Oxford University Press. P.283 y ss
- HUERTA DE SOTO, J. (2011): *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*. Quinta Edición. Unión Editorial. P.363-364
- IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. (2001): *La contratación en el mercado de valores. Tratado de derecho mercantil*. OLIVENCIA, M. y otros (directores). Marcial Pons.
- IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. (2012): “Negocios jurídicos del mercado de valores”, en *Fundamentos de derecho empresarial. Contratación mercantil. Tomo III*. Thomson Reuters Civitas. P.365
- INTERNATIONAL MONETARY FUND. “Spain: Financial Stability Assessment”. *IMF Country Report* No. 12/137. June 2012.

- ISPIETO MATE, A., LOSADA LÓPEZ, R.: “Los efectos de las restricciones sobre las ventas en corto en los mercados de renta variable: Algunos resultados recientes”. *Boletín Oficial de la CNMV* (tercer trimestre de 2010).
- JIMÉNEZ-BLANCO, A. (1989): *Derecho público del mercado de valores*. Editorial: Centro de Estudios Ramón Areces. P.43 y ss
- KARMELE, R.: “The future of the Securities and Exchange Commission as a market regulator”. *University of Cincinnati Law Review* [Vol.78]. 2009-2010.
- KITCH E.W.(ed.) : “The Fire of Truth: A Remembrance of Law and Economics at Chicago, 1932-1970”, *The Journal of Law and Economics* 26, no.1 (april 1983): P.220-22
- KRUGMAN, P. (2012): *End This Depression Now*. W.W Norton and Company, Inc. New York.
- LAZONICK, W., O’SULLIVAN, M.: “Corporate governance, innovation, and economic performance in the EU: final report”. Targeted Socio-Economic Research (TSER) Report to the European Commission (DGXII) under the Fourth Framework Programme, European Commission (Contract no.: SOE1-CT98-1114; Project no: 053) May 2002 (published by EU Socio-Economic Research of the European Commission, December 2004).
- LE FUR, A., SCHMIDT, D. (2014): “Il faut un tribunal des marchés financiers”. *Recueil Dalloz*.- n. 9. P. 551-559
- LESSING, J. (2014): “What do we need to bring about a financial crisis? A long-term look at the development of banking systems, money supply and crises 1850-2010”. *Economic crises and global politics in the 20th century*. Routledge, New York.
- LEWIS, M. (2011): *The big short*. Penguin Books.
- LEWIS, M. (2014): *Flash boys*. W.W. Norton & Company, New York-London.
- LORRIO, A. (2011): *SWAPS: Compendio de jurisprudencia*. Editado por Bird and Bird.
- LOYRETTE, S. (2007): *Le contentieux des abus de marché*. JOLY éditions. Paris. P.95-99
- LYNCH, P., ROTHCHILD, J. (1989): *One Up on Wall Street*. Simon and Shuster. P.274

- MACNEIL, I., O'BRIEN, J. eds. (2010): *The future of financial regulation*. Hart Publishing.
- MARTIN, J.L., TRUJILLO, A. (2004): *Manual de mercados financieros*. S.A. Ediciones Paraninfo. P.373
- MASKIN, E., TIROLE, J.: "The politician and the judge: accountability in Government". *The American Economic Review*, 94 (4) (2004). P.1034-1054
- MASSA, M., ZHANG, B., ZHANG, H. (2013): "Governance through Threat: Does Short Selling Improve Internal Governance?", <http://ssrn.com/>
- MCCAFFREY, D.: "Review of the policy debate over short sale regulation during the market crisis". *Albany Law Review* [Vol. 73.2]. 483. 2009-2010.
- MCGAVIN, K.: "Short Selling in a Financial Crisis: The Regulation of Short Sales in the United Kingdom and the United States". *Northwestern Journal of International Law & Business*, 30:201 (2010).
- MENDAÑA NAVARRO, R. (2006): "Negocios sobre acciones cotizadas. La compraventa de acciones cotizadas. El préstamo de valores. Derivados". *La sociedad cotizada*, VIVES, F., PÉREZ-ARDÁ, J. (coords.) Editorial Marcial Pons.
- MERCIER, V. (2005): *l'apport du droit des valeurs mobilières à la théorie générale du droit des biens*. Presses Universitaires D'Aix-Marseille. P.18-24
- MILLER, E.M. (1977): "Risk, uncertainty, and divergence of opinion". *Journal of Finance* 32. P. 1151-1168
- MOLLERS, T.: "Investor Protection in the System of Capital Markets Law: Legal Foundations and Outlook". *North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation*, Vol. 36, 2010/11 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1709852
- MONTIAS, J.M, (1989), *Vermeer and His Milieu*. Princeton Press, Princeton. P.20
- MORENA ORONÓZ, J.J. (2010): "El préstamo de valores negociables". *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, N° 7, Sección Estudios, Segundo semestre de 2010, Editorial La Ley.
- MUÑOZ MACHADO, S. (director) (2009): *Regulación Económica. I. Fundamentos e instituciones de la regulación*. Iustel.

- MUÑOZ MACHADO, S. (director) (2009): *Regulación Económica. II. Mercado de valores*. Iustel.
- MUÑOZ PÉREZ, A. (2009): “Las ventas en corto y el documento a Consulta de IOSCO de 2009”. *Revista de Derecho del Mercado de Valores, N° 5, Sección Crónica del Mercado de Valores*. Editorial La Ley.
- NÚÑEZ FERNÁNDEZ, G. (2008) “El préstamo de valores negociables en general y su uso en las prácticas de estabilización mediante sobre-adjudicación de las ofertas públicas de acciones”. *Revista de Derecho del Mercado de Valores, N° 2, Sección Mercados y Praxis Negocial*, Enero-Junio 2008. P.429. Editorial La Ley.
- NURIT-PONTIER, L, ROUSSEAU, S. (directores) (2013): *Risques, crise financière et gouvernance: perspectives transatlantiques*. Éditions Thémis. Montreal. P.6-24
- O’SULLIVAN, V., KINSELLA, S.: “Short selling restrictions in the EU”. *Financial Regulation International*, 31 July 2012, <http://ssrn.com/>
- OHL, D. (2008): *Droit des sociétés cotées*. 3ª édition. Lexis Nexis. Litec. París. P.337 y ss
- OLEO BANET, F., MARTÍNEZ FLÓREZ, A. (2012): “Sistemas de contratación de instrumentos financieros”, en *Lecciones de contratación civil y mercantil*. Dirigido por RUBIO TORRANO, E., SÁENZ Gª DE ALBIZU, J. Thomson Reuters.
- ORTEGA, E., PEÑALOSA, J. (2012): “The spanish economic crisis: key factors and growth. Challenges in the euro area”. *Documentos Ocasionales. N°1201. Banco de España*. Eurosistema.
- PAIS, A., STORK, P.A. (2013): “Short-Selling, Leverage and Systemic Risk”, <http://ssrn.com/>
- PAN, E.: “Structural Reform of Financial Regulation”. *Transnational Law & Contemporary Problems* [Vo.: 19:796]. 2010-2011.
- PARTINGTON, J.: “The Down-Low on the Uptick: Why Rule 10-a Will Not Deter Naked Short Selling”. *NEXUS* 166 2009-2010.
- PAUL, J., MOYNIHAN, B. (2013, reedición): *What I Learned Losing a Million Dollars*. Columbia Business School. P.102-104

- PAZ-ARES RODRÍGUEZ C., ALFARO ÁGUILA-REAL J. (2003): “Ensayo sobre la libertad de empresa”. *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Luis Díez-Picazo*. Civitas. P. 5971-6040
- PIKETTY, T. (2013): *Le capital au XXI siècle*. Éditions du Seuil.
- POSNER, R. (1992): *Economic analysis of the law*. Fourth Edition. Ed. Little, Brown and Company.
- POSNER, R. (2010): *The crisis of capitalist democracy*. Cambridge: Harvard University Press.
- POSTNER, R. (1999): *Natural monopoly and its regulation. 30th anniversary edition*. Cato Institute. Washington.
- RALLO LOMBARTE A.: “Política, economía y derechos: la independencia de los reguladores (¿quo vadis?). Reflexiones generadas a partir la reforma constitucional de 2011”. UNED. *Teoría y Realidad Constitucional*, núm. 30, 2012. P.225-258
- RAVINA MARTÍN, P.: “El nuevo régimen jurídico comunitario aplicable al short selling”. *Revista de Derecho del Mercado de Valores, nº11, Sección Análisis*, Segundo Semestre de 2012. Editorial La Ley. P.117
- REINHARD, Y., THOMASSET-PIERRE, S. (2004): “Droit des marches financiers”. *Recueil Dalloz* .- n. 25. P. 1800-1805
- RODRÍGUEZ ARTIGAS, F. y otros (directores) (2006): *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*. Thomson Aranzadi.
- RODRÍGUEZ JIMÉNEZ, J.L. “Un primer paso en la reforma del sistema español de compensación, liquidación y registro de operaciones sobre valores”. *Revista de Derecho del Mercado de Valores, Nº10, Sección Crónica del Mercado de Valores*, Primer semestre de 2012. Editorial La Ley.
- ROUAUD, A. (2010): *Contribution à l'étude de l'opération de marché*. Bibliothèque de l'Institut de Recherche Juridique de la Sorbonne André Tunc. IRJS Éditions. París. P. 257-303
- RUIZ BACHS, S.: “Acuerdos marcos de compensación contractual, garantías financieras y compensación (Comentario a la SAP Barcelona 30 de septiembre de 2008)”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores, nº4* (2009). P.529-530

- RÚIZ OJEDA, A. (director) (2013): *Fundamentos de regulación y competencia (el diálogo entre derecho y economía para el análisis de las políticas públicas)*. Iustel. Madrid.
- SAFFI, P., VERGARA-ALERT, C. (2014): “The Big Short: Short Selling Activity and Predictability in House Prices”. <http://www.ssrn.com/>.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1995): “Mercado Financiero”, en *Enciclopedia Jurídica Básica*. Civitas. Madrid
- SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (2008): “Del Mercado en General” (versión ampliada de la lección “Derecho y Mercado” en *Lecciones de Derecho Mercantil*, dir. A.MENÉNDEZ, Thomson-Civitas), en *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*. Thomson-Civitas. P.29-55
- SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (2008): “Doctrina General de la Regulación”, en *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*. Thomson-Civitas. P.54-143
- SÁNCHEZ, M., PINEDA, A.: “La denominada negociación automatizada de alta frecuencia (high frequency trading). Características y regulación.”. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, Nº 12, Sección Mercados y Praxis Negocial, Primer semestre de 2013. Editorial La Ley. P.227
- SIRRI, E.: “Regulatory politics and short selling”. *University of Pittsburgh Law Review* [Vol. 71:517]. 517 2009-2010.
- SISIRA KANTI MISHRA: “Stock Market: Race between Bull vs. Bear”. June 14, 2012. <http://www.ssrn.com/>.
- SMITH A., *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, vol.1 of The Glasgow Edition of The Works and Correspondence of Adam Smith, ed. R.H. Campbell and A.S.Skinner, text ed. W.B.Todd (Oxford, 1976). P. 267
- STANLEY, C.: “The panic effect: possible unintended consequences of the temporary bans on short selling enacted during the 2008 financial crisis”. *Entrepreneurial Bus. L.J.* 267 2009-2010.
- STIGLER, G.J. (1966): *The Theory of Price*, 3rd ed. New York: Macmillan Co.
- STIGLER, G.J. (1972); “The Law and Economics of Public Policy: A Plea to the Scholars,” *Journal of Legal Studies*.

- STIGLITZ J. E., “Information and the Change in the Paradigm in Economics”. Prize Lecture December 8, 2001, at Aula Magna, Stockholm University. <http://www.nobelprize.org/>
- STIGLITZ, J.E (2012): *El precio de la desigualdad*. Taurus.
- SUM, V. (2013): “Does Short Selling Erode Market Liquidity?”, <http://ssrn.com/>
- TAMAMES, R. (1993): *Diccionario de Economía*. 6ª Edición. Alianza Editorial S.A. Madrid.
- TAMAMES, R., RUEDA, A. (2008): *Estructura económica de España*. 25ª edición. Alianza Editorial.
- TAPIA HERMIDA, A.: “Regulación comunitaria de las ventas en corto y permutas de cobertura por impago: el Reglamento (UE) núm. 236/2012”. *RDBB* núm. 126 / Abril-Junio 2012.
- Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO). “Regulation of Short Selling”, Final Report. June 2009. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD292.pdf>
- TERTRAIS, L. (2010): “La régulation et la crise financière: le rôle de l'Autorité des marchés financiers”. *Revue Française de Droit Administratif (Rfda)* n. 4. P.741-744
- TRÍAS DE BES, F. (2009): *El Hombre que Cambio su Casa por un Tulipán*. Temas de Hoy (Ediciones Planeta Madrid SA).
- VALENZUELA GARACH, J. (2010): “Principales aspectos institucionales y funcionales de las empresas de servicios de inversión (tras la reforma de la Ley del Mercado de Valores por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, y el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero)”. *Estudios de derecho mercantil en Memoria del Profesor Aníbal Sánchez Andrés*. Coordinación de SÁENZ Gª DE ALBIZU, J., OLEO BANET, F., MARTÍNEZ FLÓREZ, A. Thomson Reuters. P.1361-1390
- VALETTE, J. (2005): “La régulation des marchés financiers”. *Revue du droit public de la science politique en france et à l'étranger - Rdp.-* n. 1. P.183-211
- VALPUESTA, E., TORRUBIA, B. (2012): *Código de Comercio y legislación complementaria. Legislación, comentarios y jurisprudencia*. Editorial Thomson Reuters Aranzadi.

- WELBORN, J.: “The phantom shares menace”. *Regulation*, Spring 2008.
- WITTMAN, D.A. (editor) (2003): *Economic analysis of the law. Selected Readings*. Blackwell Publishing.
- ZLOTNIKOVA, E.: “The global dilemma in short selling regulation: IOSCO'S information disclosure proposals and the potential for regulatory arbitrage”. *Brook. J INT'L L.* [Vol. 35:3]. 2010.
- ZUNZUNEGUI, F. (2005): “Novedades en el Régimen Jurídico de los Préstamos de Valores”. *Revista de Contratación Electrónica*, núm.56, enero de 2005. P.74
- ZUNZUNEGUI, F. (2005): *Derecho del Mercado Financiero*. Ed. Marcial Pons. Madrid.
- ZUNZUNEGUI, F. (2008): *Ley del Mercado de Valores. Concordancias, jurisprudencia y comentarios*. Colex. Madrid.
- ZUNZUNEGUI, F., “Bolsa y mercados financieros. Sobre la regulación internacional del mercado financiero tras la crisis subprime”, *Revista de contratación electrónica*, nº 93. Mayo 2008.

